أسواق المال

تأليف

دكتور

محمد موسى عثمان

رئيس قسم الاقتصاد

كلية التجارة بنات - جامعة الأزهر

فرع تفهنا الأشراف

أهداء

إلى جميع أبناء مصرنا الغالية أقدم هذا الكتاب كدعوة ونداء

للحماية والحفاظ على أموالنا لنوفر للاجيال المقبلة حياة أفضل

المؤلف

دكتور/ محمد موسى عثمان

رئيس قسم الاقتصاد

كلية التجارة بنات - جامعة الأزهر

الفصل الأول

ماهية أسواق رأس المال الدولية ووظائفها

تتناول فى هذا الفصل التعريف بالأسواق المالية الدولية وماهية الوظائف التى يمكن أن تقوم بها وذلك على النحو التالى:(١)

المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية الدولية.

المبحث الثانى: وظائف الأسواق المالية الدولية.

---

(١) د. السيد عطية عبد الواحد، الأسو المالية دار النهضة العربية ١٩٩٧، ص ٦ - ٨٤.

Ondracek (Mojmir): Development Financing from External Resources : The course of the Debtor's Cycle on the Macroeconomic level, Czechoslovak, Economic papers, 12, prague, 1977, p.107.

——Krugman)paul R.), Obstfeld (Maurice) Economie Internationale , De Boeck Université, 1995, p.717.

——United Nations : World Economic Survery, 1985, New York, pp. 64-66.

المبحث الأول

التعريف بالأسواق المالية الدولية.

يعتبر اصطلاح السوق (Market) إلى حد ما، فكرة [١] تجريدية غامضة يستخدمها الاقتصاديون للتعبير عن الاتصالات بين المشترين والبائعين، وبعبارة أخرى هي عبارة عن مجموعة من البائعين والمشترين. وليس بالضرورة أن يتضمن السوق أية منطقة جغرافية ، إذ يكفى أن تعتبر السوق نظاما أو هيكلا يسهل عمليات التبادل بين مختلف الوحدات الاقتصادية.

ويتكون الاقتصاد عموما- سواء فى ذلك الاقتصاد القومى أم الاقتصاد الدولى- من شبكة معقدة من الأسواق، أسواق للسلع، وأسواق للخدمات، وأسواق لرأس المال..

ويتطلب الاقتصاد الكفء والنشط مؤسسات ونظماً مالية قادرة على تحريك الأموال من أناس لديهم فائض إلى أناس قادرين على توظيفها فى استثمارات منتجة. فمن الثابت أن [٢]كميات أكبر من الاستثمار يمكن أن تتحقق فى القطاع الخاص عندما تصب المدخرات فى الأسواق المالية.

وسوق رأس المال هى[٣] السوق التى تنتقل فيها الأصول المالية من أناس لديهم مدخرات فائضة إلى آخرين لديهم فرص استثمارية وانتاجية.

وبعبارة أخرى فان سوق رأس المال هى [٤] السوق التى تعرض فيها الأسر مدخراتها للمشروعات وللراغبين فى الاقتراض . وبالتالى إذا كان مايعرض فى أسواق

---

(١) ولسون (جى هولتن): الاقتصاد الجزئى ،ترجمة د. كامل سلمان العانى، دار المريخ،السعودية ، ١٩٨٧، ص ٣٥ ، ٣٦.

(٢) Shaw (Edward s.): Financial Deepening in Economic Developement , Oxford University Press, 1973 ,p.75.

(٣) Mishkin (Frederic s.) The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, Harper collins, Collge publishers, 1995, p.205.

(٤) Christy (George A), Roden (Peyton Faster): Finance , confield=

السلع والخدمات سلعاً وخدمات فان مايعرض فى أسواق رأس المال ليس سلعاوخدمات وإنما أصولاً مالية من أنواع متعددة.

وبالنظر للأسواق المالية الدولية وطبيعتها الدولية فانها لاتختلف كثيرا عن الأسواق المالية القومية غاية ما هناك أنها تتسم بوجود العنصر الدولى ، أى باشتراك أفراد ومؤسسات من دول مختلفة فى العمل فيها ، أى فى تداول الأصول المالية بين مقرضين ومقترضين من دول عديدة.

وبعبارة مختصرة فان سوق رأس المال الدولية هى (١) السوق التى يلتقى فيها مواطنون من دول مختلفة للتعامل فى أصول مالية اقراضا واقتراضا. والسوق الدولية لرأس المال ليست سوقا ذا طبيعة واحدة ، أنها مجموعة متشابكة من الأسواق .

والسوق المالى لها وجهان كل منهما متصل بالآخر (١) ، الوجه الأول يعرف باسم السوق الأولي primary Market أو سوق الإصدارات، وهى السوق التى تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب الأول فيها ، أى أن حصيلة المبيعات تذهب مباشرة للجهة المصدرة للأوراق، ويسمى اصدار الأوراق المالية هنا بالاصدار الأول . وعلى ذلك فان المتعاملين فى هذه السوق هما الجهة المصدرة للأوراق والمستثمرين.

أما الوجه الآخر للسوق وهو مايسمى بالسوق الثانوية secondary Market أوسوق التداول ،حيث يتم فيها تداول الأوراق المالية التى أصدرت من قبل، وعلى هذا فان المتعاملين فى هذه السوق هم حملة الأوراق المالية والمستثمرين. وتمثل التدفقات النقدية التى تتم بين الدول -التى تشكل النظام الاقتصادى الدولى- جانبا مهماً من

= Press, 1973,pp.82-83.
Fanno (Marco): The Money Market, M., New York, 1995, P.4.
Case (Karl E.), Fair (Ray C.): Principles of Economics, Prentice-Hall International, Inc.,Third Edition, pp.273-274.
Krugman, Obstfeld : Economie Internationale ,op.cit., p.717.
Livinaston (Miles): Money and Capital Markets, Kolb Publishing Company ,1993,p.364.
(١) Christy, Roden: Finance, op.cit., pp.84-85.
- صبرى حسن نوفل : الاستثمار فى الأوراق المالية،كتاب الأهرام الاقتصادى ،العدد ١٠٠ مايو ١٩٩٦، ص ٨١.

جوانب العلاقات الاقتصادية الدولية. وتسهم هذه التدفقات في نقل القوة الشرائية من دول ذات فائض إلى دول أخرى في حاجة اليها، وتسهم أيضا في تمويل تحويلات رأس المال العيني بين الدول. كذلك فانها تسهل اتمام المبادلات التجارية بين الدول جميعا.

وتعد التحركات الدولية لرأس المال مظهرا حقيقيا لازدهار العلاقات الاقتصادية الدولية. ويقصد بالتحركات الدولية لرأس المال تحرك الاموال وانتقالها من إحدى الدول إلى دولة أخرى بهدف شراء الاصول من الدولة الثانية.

واذا كانت أسواق رأس المال الوطنية تيسر تحويل النقود من المقرضين إلى المقترضين داخل الدولة الواحدة، فان أسواق رأس المال الدولية تقوم بنفس الوظيفة -أي تيسير نقل النقود من المقرضين إلى المقترضين- ولكن على المستوى الدولي.

ويمثل سوق رأس المال الوطنية وكذلك الدولية شبكة من[١] المؤسسات المالية تشتمل على بنوك الاستثمار وسماسرة الأوراق المالية والبنوك التجاريةوالبنوك المتخصصة في الاقراض والادخار، وصناديق التأمين والمعاشات، وكلها تقوم بدور الوسيط لتسهيل تحويل الأموال من المقرضين إلى المقترضين.

ولامندوحة في أن ادخال الوسائل التمويلية وتعددها وتحسين وسائل الأستفادة منها يعجل بالتنمية الاقتصادية .كذلك فان[٢] النمو الحقيقي للمؤسسات والأسواق المالية يشجع عدداً أكبر من المستثمرين ويعطيهم حافزا على الادخار وبالجملة يسهل عملية الاقتراض .

وتتأثر البنية التمويلية للدولة بدرجة كبيرة بالأهمية [٣] للأنواع النسبية المختلفة للمؤسسات التمويلية ، ويقاس هذا الجانب بحصة الأنواع المختلفة من الوسائط التمويلية في اجمالي الأصول لكل المؤسسات التمويلية -في الغالب-

(١) لمزيد من التفصيل أنظر:

Mishkin:The Economics of Money, op.cit pp.26 and s.

Living (M.): Money and Capital Markets, op.cit ,p109.

(٢) Shaw (E.): Financial Deepening in Economic Developementop , ,p.9.

(٣) Goldsmith (Raymond w.): Financial and Development, New Haven and London , 1969 ,p.27.

أوللأنواع الرئيسية من الأدوات التمويلية. والطبيعة المتغلغلة لدور الوسائط التمويلية فى التنمية الاقتصادية تعنى [١] ان الوسائط التمويلية بطبيعتها لاتستطيع أن تستهل عملية تجميعية للتنمية الاقتصادية. ولكن إذا كانت الامكانيات التكنولوجية للاقتصاد قد تقدمت بدرجة كافية بالنسبة للمؤسسات التمويلية لكى تكون كعنق الزجاجة أمام تحقيق امكانيات الانتاج فى الاقتصاد عندئذ تستطيع التحسينات فى الممارسات التمويلية أن تسمح للاقتصاد بأن يعمل طاقاتة الفنية. وتستطيع الوسائط التمويلية أن تشارك أيضا فى الاداور الوظيفية النشطة فى التنمية الاقتصادية، مثل : اعداد الخطط لانشاء المصانع، والإشراف على أنشطة جديدة ...، و أى وظيفة أخرى تختلف عن وظائف توفير الأموال النقدية. وفى المكسيك - على سبيل المثال- شارك الوسطاء والممولون الأفراد فى الكثير من الأنشطة السابقة والتى لايمكن ضمها فى تعريف ضيق للوسيط المالى.

ويفرق المحللون التمويليون عادة بين سوق النقد أو السوق النقدية (Money Markets) وسوق رأس المال [٢] (Capital Markets)، فالأولى [٣] تتعامل فى أصول مالية قصيرة الأجل مثل الأوراق التجارية وأذون الخزانة. أماالثانية فتتعامل فى أصول مالية متوسطة وطويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.

ويلجأ المقترضون إلى سوق النقد عادة، لمواجهة ضعف عارض فى السيولة النقدية يتطلب مواجهة سريعة. بينما يلجأ المقترضون إلى سوق رأس المال بهدف الحصول على الأموال اللازمة لتنمية الاستثمار فى رأس المال الثابت مثل : اقامة منشآت وتركيب آلات. وأغلب المقترضين فى سوق رأس المال منشآت أنتاجية، ووحدات ذات نشاط مالى مثل الحكومة المركزية والحكومات المحلية والأفراد الراغبون فى تمويل الرهون العقارية. وأغلب المقرضين فيها أفراد ويرغبون فى الحصول على أصول مالية تولد ايرادا [illegible]ل : شركات التأمين والاستثمار وصناديق المعاشات

---

(١) Bennett (Robert L.): The Financial sector and Economic Development, The Johns Hopkins Press,1965, pp. 36-37

(٢) بيار برجه: السوق النقدية ،ترجمة على مقلد منشورات عويدات ، ١٩٨٩، ص ٧-١٢
- بارى سيجل : النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة طه عبد الله منصور ، د. عبد الفتاح عبد الرحمن ، دار المريخ،السعودية ١٩٨٧ ، ص٨٥.

(٣) Christy, Roden: Finance. op.cit., p.85.

والمصارف المتخصصة.

ويمكن القول بشكل عام أن وسطاء المال الذين تكون التزاماتهم طويلة الأجل يسعون عادة إلى الاقراض طويل الأجل. أما وسطاء المال الذين تكون التزاماتهم قصيرة الأجل فيفضلون القروض قصيرة الأجل . على أنه إذا عجزت سوق رأس المال عن اشباع حاجات المقترضين بسبب ظروف غير عادية فقد تضطر بعض المنشآت إلى الحصول على قروض قصيرة الأجل من سوق النقد لتمويل استثمارات طويلة الأجل ، ويتطلب ذلك تجديد القروض قصيرة الأجل عند حلول آجال استحقاقها.

وتجدر الإشارة إلى أن القوى التى تحدد تحركات رأس المال داخل السوق الوطنية هى نفسها -تقريبا- التى تحدد تحركات رأس المال داخل سوق رأس المال الدولية . وهكذا تظهر أوجه عديدة للشبه بين أسواق رأس المال الوطنية والدولية. وبالرغم من أوجه التشابه الموجودة بين أسواق رأس المال الوطنية والدولية فانه يوجد بينهما اختلافات جوهرية من أهمها [١]:

أ- اختلاف النظم السياسية الحاكمة والقوانين الموجودة من دولة لأخرى ، لذلك قد يواجه المتعاملون فى سوق رأس المال الدولية مايسمى بالمخاطر السياسية، وهي مخاطر تنتج عن طريق قيام دولة المقترض بسن قوانين تجمد أصل القرض أو الفائدة عليه.

ب- ان أسواق المال الوطنية تتعامل بالعملة الوطنية للدولة- كقاعدة عامة- أما فى أسواق رأس المال الدولية فان التعامل فيها يكون بعملات متعددة ويترتب على ذلك ما يمكن تسميته بمخاطر الصرف، أى مخاطر تنتج عن تغير سعر الصرف بين العملات خلال مدة الاقتراض، (أى تغيير سعر صرف العملة بعلاقاتها بعملة أخرى من بدء الاقتراض حتى تاريخ السداد إذ قد تتعرض لتدهور أو انخفاض كبير).

---

(١) هدسون (جون) ، هرندر (مارك): العلاقات الاقتصادية الدولية، ترجمة د. طه عبد الله منصور، د. محمد عبد الصبور محمد ، دار المريخ ، السعودية ، ١٩٨٧ ص ٣٣٨.

المبحث الثاني

وظائف الأسواق المالية الدولية

تقوم الأسواق المالية الدولية بعدة وظائف تساهم فى جملتها فى زيادة كفاءة الاقتصاد . وذلك لأن وجود وتطور البنية التمويلية يزيد الحجم الكلى للادخار والاستثمار وبذلك يزيد معدل النمو الاقتصادى.

وتقوم أسواق رأس المال الدولية بعدة وظائف من أهمها(١):

أولا: موازنة عمليات الاقراض والاقتراض.

ثانيا: موازنة عمليات السيولة.

ثالثا: تجميع المخاطرة وموازنتها.

رابعا: تقدير المخاطرة والمكسب.

خامسا: تقدير تكاليف استخدام السوق.

سادسا: سوق رأس المال الدولية تزيد من كفاءة الاقتصاد وفعاليته .

ونتناول فيمايلى توضيح ماهية هذه الوظائف وذلك على النحو التالى:

---

(١) Brown (W.), Hogendorn (J.): International Economics, op.cit., pp.506-510
Mishkin: The Economics of Money, -..., op.cit.,pp, 21 and sqq.

Christy, Roden: Finance ,op.cit, pp.83 84.

- هدسون ، هرندر :العلاقات الاقتصادية الدولية ،مرجع سابق ، ص ٣٣٦ ومابعدها.
- سلامة (موريس): الأسواق المالية فى العالم، ترجمة يوسف ح. الشدياق ، منشورات عويدات ،بيروت- باريس ، ١٩٨٣، ص٨ ومابعدها.

أولا: موازنة عمليات الاقراض والاقتراض:

تقوم السوق -بصفة أساسية- بموازنة حاجات البائعين بحاجات المشترين وتحدد السعر الذى يتم التبادل به . وفى سوق رأس المال ، يكون للمقترضين أفضليات تتعلق اما: (١) باستحقاق القروض التى يقرضونها، (٢) سهولة وضمان تصفية أى أصول يشترونها ، (٣) مقدار ونوع المخاطر التى يرغبون فى تحملها ، (٤) انتظام المدفوعات التى يرغبون الحصول عليها ، و(٥) السعر الذى يستطيعون الحصول عليه لإقراض رأس المال .

ومن الناحية النظرية يمكن أن يقدم المقرضون أموالهم لسند مطلوب بدرجة كبيرة، ولكن يتفق حسب حاجاتهم الاقراضية . وقد يكون للمقترضين رغبات مختلفة وقد يرغبون إصدار أسهم تختلف عما يرغبه المقرضين.

ويستطيع المقرض والمقترض الوصول إلى اتفاق بتغييرأى جزء من هذا الخليط من الجوانب ، و من ناحية فان رجل الاقتصاد يمكن أن يقترح أن الجانب الذى يجب تغييره هو السعر. وهكذا يستطيع المقترض أن يعطى مايريده المقرض بالضبط فى الجوانب الأربعة الأولى ، ولكنه يدفع فائدة منخفضة. ويحتمل تماما أن ترتيبا كليا أفضل سوف يتحقق بتغييرطبيعة اتفاق القرض نفسه بدلا من تغيير سعر الفائدة فقط، على سبيل المثال ، فان كلا من المقترض والمقرض يمكن أن يصلوا إلى اتفاق بشأن الاستحقاق ، وعمن يتحمل مخاطر معينة، ويصلون إلى سعر فائدة مقبول.

ثانيا: السيولة وموازنتها:

تعنى السيولة درجة السهولة التى يمكن بها تحويل الأصل إلى نقود، ويمكن أن تظهر فى أصول قصيرة الاستحقاق، مثل حساب المدخرات أو الودائع "تحت الطلب" (أى وديعة يستطيع المقترض استردادها باخطار قصيرالأجل) ، أومن وجود امكانية إعادة بيع أوسوق ثانوية للأصول طويلة الأجل. إن حامل أذونات الخزانة المحدد بتسعين يوما: على سبيل المثال، لايستطيع الحصول على أموال من الحكومة حتى تنتهى المدة، ولكنه لايواجه مشكلة بيع السند لشخص آخر يكون مستعدا للانتظار . بالمثل ، فإن الشركة التى تودع نقودا فى بنك يمكن أن تحصل على شهادة بالوديعة ، يمكن بيعها لأى شركة أخرى ، فى حالة حاجتها للنقود أسرع مماهو متوقع.

وتقل السيولة -عادة- فى الأسواق الصغيرة. افترض انك تحمل كمبيالة مدتها خمس سنوات من شركة سعودية مجهولة تعرف شخصيا أنها متمتعة بالثقة . وتواجة الحاجة لبعض النقد وتذهب لبيع الكمبيالة ، إنك تجد عدداً قليلاً من المشترين المحتملين الذين يعرفون مصداقية الشركة. ويتعين تمليك الانتظار مبقيا على سعرك ، حتى يأتى مشتر خبير يريد أن يستثمر، فى المقابل تستطيع أن تبيع بخصم كبير للناس الذين بسبب عدم معرفتهم بالشركات السعودية ،يعتبرون الاستثمار مخاطرة، أو الذين لايشعرون ان ذلك النوع من الاستثمار مهما كان آمنا، يناسب محافظ استثماراتهم فى ذلك الوقت، وتوصف تلك الأسواق الثانوية بأنها رقيقة أو هزيلة Thin.

وتكون السيولة أعلى فى الأسواق الكبيرة لأن الأسواق الثانوية أكثرنشاطا وحجم المبيعات فى أسواق الأسهم والسندات أكبر كثيرا. والأصول غير المعتادة لها أسواق ثانوية صغيرة وهكذا تكون أقل سيولة . وكلما كبرحجم السوق كلما زاد احتمال وجود أسواق ثانوية للأصول غيرالعادية . وسوف يتحمل المقترضون تكاليف أقل فى الأسواق الثانوية الجيدة لأنهم يمكن أن يصدروا أسهما أطول أجلا، ومع ذلك فإن المقترض يمكن أن يعاملها بمثابة التزام قصير الأجل أكثر مخاطرة.

ونظرا لأهمية السيولة، فان [١] خلق الأسواق الأولية وتشجيعها لمنح القروض الطويلة والمتوسطة الأجل يعتبر من أهم الأعمال فى الدول النامية ، وهذه السياسة فى الواقع ضرورية لانجاح التنمية فى هذه الدول.

وتجدرالاشارة إلى مشكلة هامة كانت توجد فى الاقتصاديات الاشتراكية سابقا . ومصدرها أنها كانت اقتصاديات مغلقة [٢] . فكانت هذه الاقتصاديات مكتفية ذاتيا[٣] ، وكانت ترتبط ببعضها البعض عن طريق العلاقات التجارية لمجلس التعاضد الاقتصادى . ولكن لم يكن أي منها يتاجر على نطاق واسع مع العالم على اتساعه.

(١) ادوراد نيفن: رسدة رأس المال فى الدول النامية ، ترجمة عبد الله حسين ، الدار القومية للطباعة والنشر، العدد ٢٨ ، ص٤٨.

(٢) لمزيد من التفصيل أنظر:
"ustav A.): Saviet Ideology Today, London, 1966,

(٣) تقرير عن التنمية فى العالم ١٩٩٦ ، من الخطة إلى السوق ص٤

وبالتالي لم ترتبط أسواق هذه الدول بالأسواق المالية الدولية. وترتب على ذلك- واتساقا مع بقية خصائص الاقتصاديات الاشتراكية- أن كان من أهم المشكلات التي عانت منها الدول الاشتراكية في تحولها للرأسمالية مشكلة الفائض النقدي. فقد كان هناك فائض نقدي كبير وكان ذلك بسبب النقود الكثيرة التي تجمعت لدى الأسر.

ومن الثابت أنه يرتبط التجارة الخارجية وأسعار الصرف قابلية العملة للتحويل . فيجب أن تكون عملة الدولة قابلة للتحويل بحرية إلى عملات أخرى إذا كان للأسعار المحلية أن ترتبط بالأسواق الخارجية وتنظم بواسطتها.

والدول الاشتراكية (١) لم تسمح بالتبادل الحر لعملاتها بعملات أخرى . والضوابط الحكومية على مبادلة النقد الأجنبي سمحت للحكومة بتثبيت قيمة رسمية لسعر الصرف للعملة المحلية كان بعيدا دائما عن القيمة الحقيقية للسوق. نتيجة لذلك، فأن الأسعار الدولية عجزت عن تحقيق غرضها في زيادة انتاج السلع التي يستطيع البلد أن ينتجها بأسعار رخيصة نسبيا وزيادة في الواردات من السلع التي يمكن انتاجها بسعر أرخص في بقية أنحاء العالم.

وحيث أن المواطنين السوفيت لم يكونوا قادرين على شراء السلع الأجنبية (كل التجارة الخارجية كانت في يد الدولة) فإن سعرالصرف الرسمي لم يكن ملائما بدرجة كبيرة.

وعلى أية حال، فإن غياب التجارة الحرة في الروبل الذي كان قابلا للتحويل إلي دولارات كانت تعني أنه لاتوجد طريقة لتحديد أي السلع يستطيع الاتحاد السوفيتي انتاجها بسعر أرخص من الدول الأخرى. وعدم وجود معلومات عن التكلفة النسبية جعل التخصص طبقا للميزة النسبية مهمة صعبة وإذا عجز البلد عن تحديد أي السلع يمكن أن ينتجها بشكل أرخص من السلع الأخرى، فلن يعرف أي السلع يجب أن يتخصص في انتاجها.

والملاحظ على الساحة الدولية أنه ما أن يجرى بلد ما إجراءات استقرار ، وبرنامج تحرر ناجح ، حيث ترتفع ربحية الاقتصاد على نحو مفاجئ حتى يحاول المقرضون الأجانب ، انتهاز الفرصة وزيادة أسهمهم الدائنة لهذا الاقتصاد المتحرر حديثا. وهذا الإغراق بروؤس الأموال الأجنبية أمر ممكن، حتى في حالة التحرير

(١) Boyes (William) & Melvin (Michael): Economics , Houghton Mifflin, 1994,pp. 1020-1021.

الخالص للتجارة ، عندما لايحدث إستقرار نقدى كبير فى نفس الوقت. ولكن عندما يكون هناك استقرار مالي كبير ، تحرك فيه البلاد أسعار الفائدة من قيم متدنية إلى قيم أعلى ، كما فعلت كوريا الجنوبية (١) فى منتصف الستينيات ، أو عندما تزيل سقوف سعر الفائدة جميعها كما حدث فى شيلى فى أواخر السبعينيات، فإن تدفق رؤوس الأموال يزداد ويزداد إلى داخل البلاد.

ثالثا: تجميع المخاطرة وموازنتها

عندما يختار أحدنا نشاطا ما ليستثمر فيه أمواله فان تقدير المخاطر المتعلقة بهذا النشاط يعد أحد العوامل الأساسية فى اتخاذ القرار. (٢)

ومن أبرز المخاطر التى يضعها المقرضون العاملون فى الأسواق المالية الدولية فى حسبانهم خطر عدم القدرة على السداد.

وتعمل سوق رأس المال على تجميع المخاطرة بحيث لايتهدد المقرض باحتمال عدم قيام المقترض بالسداد حتى ولو كان هذا الاحتمال بعيدا .

ويعمل السوق على تجميع المخاطرة بنفس الطريقة التي يجمع بها التأمين مخاطر الحوادث . وكان معتادا فى القرون الماضية ان تتم القروض على أساس شخصي. وتبين قضايا إثبات صحة الوصايا فى القرن التاسع عشر وجود وصايا كثيرة صدرت للجيران أوالاقارب. والآن تؤدى نفس الوظيفة بواسطة البنوك أو المؤسسات المالية الأخرى. ولايعتمد المقرض على قدرة عدد قليل من الناس على الدفع، ولا على قدرته على تـ[illegible]ير قدرتهم على الدفع.

وبدلا من ذلك فان المقرض وآلاف المقرضين الآخرين يضعون نقودهم فى مصرف ما ويعيد المصرف اقراض تلك النقود لآلاف الناس و تنتشر مخاطرة كل شخص بين آلاف القروض . والمخاطرة الوحيدة هى أن البنك نفسه يمكن أن يصدر أحكاما خاطئة .

(١) ماكينون (رونالد) : النهج الأمثل لتحرير الاقتصاد ، ترجمة د. صليب بطرس و سعاد الطنبولى ، الجمعية المصرية لنشر المعرفة والثقافة العالمية ، ١٩٩٦ ، ص١٦١.

(٢) Krugman , Obstfeld: Economie Internationale, op.cit., pp.719-720.

ولكنها مخاطرة ليست ضخمة مثل مخاطرة أقراض القرد لفردين أو ثلاثة أفراد آخرين. . ويعمل التجميع أيضا على تقليل أشكال المخاطرة الأخرى ، مثل مخاطرة احتمال تغير سعر الفائدة.

وتعتبر البنوك شكلا واحدا من أشكال تجميع المخاطرة . والقروض الموحدة ، التى تشترك فيها عدة بنوك كجزء من نقابة، كانت شائعة لفترة من الزمن وكانت وسيلة مفضلة لتمويل ديون العالم الثالث. والأموال المتبادلة وترتيبات التأمين على الحياة وصناديق المعاشات بالمثل تتيح للمدخر أن يجمع مبالغ صغيرة نسبيا من المدخرات.

والنقود التى تستثمر فى الشركات المساهمة تعتبر أيضا قرضا لوحدات كثيرة أصغر داخل تلك الشركة ، وبهذا المعنى تعتبر تجميع المخاطرة . فإذا كان القرض لسلسة مطاعم ماكدونالد -على سبيل المثال- ، فانه يكون لشركة مساهمة تضم آلاف المطاعم، مجمعين مخاطرة فشل أحد تلك المطاعم. والطريقة البديلة لتحقيق نفس تنويع المخاطرة التى تتحقق بالشراء فى ماكدونالد قد تكون استثمار دولارات قليلة فى كل مطعم من مئات المطاعم التى تضمها السلسلة. وبالمثل ، يمكن أن يكون القرض لمجمع، أو لجزء من الأجزاء المكونة له. بهذا المعنى ، فإن إدارة الشركة توازى خدمة تجميع المخاطرة.

وبعض المقرضين يكرهون المخاطرة ، ويفضلون العائدات المنخفضة والضمان على العائدات العالية. والبعض الآخر أكثر استعدادا للقيام بالمغامرات للحصول على مكاسب أكثر، ونفس العائلة فى حقيقة الأمر قد تكون كارهة للمغامرة والمضاربة في نفس الوقت، حسب المطلوب لحافظ استثمارهم : بعض الاستثمارات الآمنة أو بعض استثمارات المضاربة . وإذا أمكن ربط المقرض الباحث عن المغامرة بالشركة عالية المخاطرة، فان كلا من المقرض والمقترض يستفيد . فالمقترض لايحتاج لدفع الأسعار اللازمة لجذب الكارهين للمغامرة ،بينما يكون المقرض المستعد لدفع أسعار مرتفعة . ونظرا لأن كل المستثمرين لايتمتعون بنفس المعرفة أو الخبرة، فان الاستثمار الذى قد يكون على درجة عالية من المخاطرة لأحد المشترين يمكن أن يبدو آمنا تماما بالنسبة لمشتر آخر، وإذا أمكن توصيل المقترض للمقرض الخبير،فإن تكاليف المقترض قد تنخفض.

رابعا: تقدير المخاطرة والمكسب:

من الشروط اللازمة لنجاح سوق رأس المال الدولية أن تتمتع السوق بمعلومات سليمة عن الفترة محل الدراسة .وحتى لو لم يكن نجاح كل قرض معروفا، فان نجاح مجموعة القروض الكبيرة يجب أن يكون معروفا، وهكذا يستطيع السوق تجميع المخاطرة، بنفس الطريقة التى تستطيع بها شركة التأمين تجميع مخاطرالحوادث. وبعض تلك الفروض مفيدة فى بعض أنواع النماذج، ولكن من الناحية العملية تبين أن سوق رأس المال ليس لديه معلومات سليمة . واذا كان للسوق أن يعمل بشكل جيد، فيجب أن يكون لدى المقرض فكرة جيدة عن المخاطرة التى ينطوى عليها تقديم القرض: مخاطر عدم القدرة على السداد ، مخاطر السداد بعملة منخفضة القيمة، وماشابه ذلك . واذا كانت مجمع للمخاطرة التى يوشك المقرض على المشاركة فيها ، فقد يكون من المعقول أن يوضح للمقرض المخاطرة المحتملة التى ينطوى عليها المجمع كله. وعندما تعوزه المعلومات ، فإن المقرض سوف يطلب سعر فائدة عالى ، أعلى مماينتظرلو عرف المعلومات.

والقدرة على إدراك كيف يرتبط القرض بالمخاطرة الكامنة تعرف باسم الشفافية . فاذا كان القرض شفافا فإن المقرض يستطيع أن يفهم ويقدر المخاطرة الكامنة. فاذا أقرض العم محمد نقودا لابن اخيه عبد الرحمن ، فانه يكون فى وضع يستطيع منه أن يعرف فى أى شئ يستخدم ذلك القرض ، وأصوله الأخرى ، تاريخه القديم ، ووسائله للضغط عليه لدفع فى حالة تردده فى الدفع . وإذا كان القرض لشركة تملك شركات أخرى ، تعيد إقراض النقود لشركات أخرى ، فإن القرض لايكون شفافا بأى حال.

ومن وظائف سوق رأس المال تقدير المخاطرة لإظهار ماقد يكون غامضا. فخدمات تقدير السندات ، السماسرة ، شركات تصنيف الأئتمان، تقارير المستثمرين، فحوص المراجعة، المراقبة الحكومية والتقديرات المصرفية للحالة الائتمانية تعتبر وسائل غطية لتقدير المخاطرة. وعندما أصبح السوق أكثر تعقيدا وأكثر عالمية، قلت الشفافية ونقصت القدرة على تقدير المخاطرة.

وتقدم أزمة ديون العالم الثالث مثالا لما يحدث عند ضياع الشفافية. وأصبح واضحا أنه لا البنوك ولا المقترضين فهموا حجم المغامرة التى كانوا يقومون بها. وقد نشأ كثير من الدين من خلال قروض مشتركة، فيها يمكن أن تقنع أحد البنوك عشرة أو عشرين بنكا أخرى بالانضمام لها فى تقديم قرض. وحيث أنه لم يقم أى بنك بالمخاطرة

وحده، فان سلامة القرض الكامنة لم تدرس بدقة. ومرات كثيرة، قدمت البنوك القروض لشركات مملوكة للحكومة، حيث كانت قروضها مضمونة بحكومة البلد أو بنك حكومي. وحيث ان الضمان لايظهر مباشرة فى الدفاتر، فلم يكن واضحا كم ستتحمل الحكومة نتيجة عجز شركاتها عن السداد. علاوة على ذلك، فلأن تجربة القروض للعالم الثالث كانت جيدة فى الحقب القليلة الماضية، فان البنوك لم تكن تميل لدراسة قروضها بدقة. وعلى حين توجد فرق من الخبراء الآن لحساب تعرض كل بلد على حدة للمخاطرة للقضاء على غموض القروض ، فإنهم لم يفعلوا ذلك قبل أن يصبح العجز عن السداد محتملا، وليس امكانية بعيدة.

خامسا: تقدير تكاليف استخدام السوق:

حيث أن السوق المالى يؤدى وظائفه فى موازنة حاجات المقرضين وحاجات المقترضين، ايجاد المقرضين والمقترضين ذوى الحاجات التكميلية، موازنة السيولة تجميع المخاطرات، تقييم المخاطرات المعنية، وتحديد السعر مطلقا، فإنها تخلق ميزة كبيرة وتكلفة أساسية . ويسترد السوق تكاليفه ونفقات مزاياه: ورسم القروض ، رسوم السمسرة ، ورسوم التأمين ، فروق الأسعار التى تدفعها المؤسسات المالية و ماتتقاضاه، تعتبر أمثلة نمطية للطرق التى يحصل بها السوق على مكافآته. وهناك شركات متخصصة تبيع معلوماتها للمشتركين.

ومن الملاحظ أن [1]مفهوم تكلفة رأس المال قد حظى باهتمام متزايد فى الآونة الأخيرة، خاصة أنه يؤثرعلى الاختيارات الاقتصادية الصحيحة بين فرص الاستثمار.

سادسا: سوق رأس المال الدولية تزيد من كفاءة الاقتصاد وفعاليته:

من المشاهد أن الأسواق المالية الدولية تحفز الكفاءة الاقتصادية ، وذلك بالمساعدة على تخصيص الموارد لأفضل استخداماتها استجابة للعرض والطلب. ولذلك فان خلق النظام الجيد للأسواق والمؤسسات المالية يعد من المكونات الأساسية لأى نظام اقتصادى كفء، اذ يعين على تخصيص المدخرات لاستثمارات ذات عائد مرتفع. ويؤكد التطور الاقتصادى الدولى أن الدول ذات النظم المالية المتطورة والأسواق المالية الكبيرة تنمو بمعدلات أسرع وباتساق أكبر من الدول ذات النظم والأسواق المالية

---

(١) Heffert (Erich A.): Techniques of Financial Analysis, Richard D.Irwin, Inc, 1967, p. 105.

الضعيفة . لأنه من المسلم به اقتصاديا ان الاستثمار فى فائض المدخرات يولد ازدهارا.

وعلى ذلك فـان سـوق رأس المال التى تعـمل بشكل جـيـد تزيد من كـفـاءة الاقتصاد. وهى تعطي القرض توحيدا من المخاطرة ، المكافأة والضمان بلائم الحاجات الفردية مع تزويد المقترض بتوجيه مختلف أكثر ملائمة لحاجات المقترضين . ويعمل السوق على ضبط المنتج والسعر للوصول إلى توفيق مرض لكل الأطراف . فبمثل هذا الموقف، يمكن أن يتدفق الإدخار من المستعدين للادخار للمشروعات ذات المزايا الأعلى، بأقل مخاطرة. وكما لوحظ ، فان الأسرة في القرن التاسع عشر كان لديها مجموعة مقيدة من الفرص للاستثمار. والأسرة الحديثة تستطيع أن تضع ادخارها فى خدمة أى مكان فى العالم، ولديها مؤسسات متطورة للمساعدة على تقدير المخاطرة وذلك كله بفضل ثورة الاتصالات.

وفى المجال الدولى [١] يعمل السوق الدولى المنظم على نقل الادخار من الدول ذات الادخار العالى إلى الدول ذات العائد المرتفع.

واذا لم يتسبب نمو سوق رأس المال الدولى فى حدوث ذلك الفرق الكبير فى تدفق الادخار بين البلاد ، فربما يكون له بعض الأثر السلبى على الادخار الحكومي لأنه يجعل الاقتراض أقل تكلفة. وفى المقابل ، فان الأثر يمكن أن يكون اقتصاديا جزئيا فى الأساس. ويعمل سوق رأس المال الدولى، شأنه شأن السوق المحلى، على تجميع المخاطرات وموازنة أفضليات المقرض والمقترض. ويفعل ذلك بتقديم تشكيلة من السندات المالية فى أسواق عالية السيولة. فالفرنسيون يستثمرون فى المانيا، والألمان يستثمرون فى فرنسا طبقا للمعرفة المختلفة وحاجات المقرضين والمقترضين الفرنسيين والألمان، تماما كما يشتري الألمان والفرنسيون سيارات بعضهم البعض، وأجهزة بعضهم ، ويتمثل الأثر فى تخفيض تكاليف الاقتراض فى كلا البلدين . وليس لتغيير نمط التدفق . ويمكن مقارنة تجارة الأسهم بالتجارة بين الصناعات ذات المنتجات التفاضلية. وكل سند يعتبر منتجا آ ، يبحث عن قطاع ضيق فى السوق، جدير بالظهور فقط فى الأسواق الدولية الضخ . وكما أن التجارة بين الصناعات لاتغير الموازين التجارية بدرجة كبيرة ، فان التجارة فى سندات الدين لاتغير كثيرا من تدفقات رأس المال الصافية. ومما يتطع بأثر البنيات التمويلية على معدل النمو الاقتصادى حالة [٢] المملكة المتحدة والمانيا فى نصف القرن السابق على الحرب العالمية الأولى خلا ل تلك الفترة، وخاصة خلال النصف الثانى منه، فقد كان التوسع الالمانى فى الاقتصاد أسرع

(١) جيل برتان: الاستثمار الدولى ، مرجع سابق ، ص ٤٣ ومابعدها.

(٢) Goldsmith: Financial and Development, op.cit., pp. 404-405.

من توسع الاقتصاد البريطانى ، واعتبرت المانيا متفوقة على بريطانيا كمصدر ومنتج صناعى بارز فى أوربا . وأرجعت هذه التطورات إلى الفروق فى البنية التمويلية للدولتين، وخاصة للفروق فى إدارة نظمها المصرفية . لقد انتهجت المانيا سياسة أطلـ عليها " الطريق الألماني للتصنيع » ، وكان أحد جوانب هذه السياسة سهولة الوصول إلى أسواق الائتمان عموماً.(١)

(١) يمكن الرجوع إلى المصادر التالية فى هذا الشأن:
- د. رسمية قريا قصى، أسواق المال، الدار الجامعية، ٢٠٠٢.
- د. عبد الغفار حنفى، أسواق المال، الدار الجامعية، ٢٠٠٠.
- د. سيد إبراهيم هندى، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، ١٩٩٧.
- Crosc. H.D & Hempel G. H, Management policies.For Commecial banks, 2003.
- Read E. W & Cotter R. V, Commercial banking, New jersey, 1998.

الفصل الثانى
مشكلات الأسواق المالية الدولية.

بالرغم من الوظائف المهمة التى تؤديها الأسواق المالية الدولية فانه يعترضها كثير من المشكلات ، وتثير هذه المشكلات فى جملتها البحث عن السياسة الواجبة الاتباع لحل هذه الشكلات . وعلى هدى ذلك يقع موضوع هذا الفصل فى مبحثين على النحوالتالى:

المبحث الأول: مشكلات الأسواق المالية الدولية.

المبحث الثانى: السياسة الأولى بالاتباع لمعالجة التغيرات فى الأسواق المالية الدولية. .

المبحث الأول
مشكلات الأسواق المالية الدولية

تتعرض كل أسواق رأس المال الدولية والمحلية على السواء لعدة مشكلات رئيسية من أهمها [١] :

(١) زيادة السيولة.

(٢) زيادة الاعتماد على الأوراق المالية .

(٣) تفتيت المخاطر.

(٤) نقص الشفافية .

(٥) الأدوار المتغيرة للوسائط:

---

(١) Brown , Hogendorn : International Economics, op.cit, pp 522-523

- بارى سيجل: النقود والبنوك والاقتصاد ، مرجع سابق ، ص ٨٠-٨٢.

(٦) مشكلة الرقابة على الأسواق المالية الدولية .

ونلقى بصيصا من الضوء - فيمايلي- على كل مشكلة من هذه المشكلات :

١- السيولة :

تسمح وسائل الاتصال الحديثة وزيادة تطور التمويل الحديث بتعبئة مبالغ كبيرة من رأس المال بسرعة كبيرة جدا. وتعتبر السهولة التى يستطيع بها الممولون تدبير رأس المال لشراء الشركات الكبرى واحدة فقط من أمثلة عديدة لقدرة الأسواق الحديثة على توليد أموال رأسمالية. وبالرغم من ذلك فان عدم توافر السيولة الكافية يمثل أحيانا مشكلة أمام عمل الأسواق المالية.

٢- الاعتماد على الأوراق المالية Securitization

يستطيع المقرضون أن يضعوا نقودهم لدى البنوك ويدعون البنوك يقرضونها نيابة عنهم. أو يستطيعوا أن يقرضوا المقترض مباشرة من خلال شراء الاسهم. ومن الاتجاهات الحديثة أن تقترض المؤسسات والحكومات التى اعتادت الاقتراض من البنك، أن تقترض عن طريق الاسهم؛ وهذه العملية معروفة بالاعتماد على الاوراق المالية. فالشركة ذات السمعة الطيبة، التى تتعامل مع أحد بنوك الاستثمار أو مكاتب سمسرة، يمكن أن ترتب اصدار الاسهم وتدفع رسوما اقل مما تدفعه من خلال البنك.

وتطوير سندات عالية العائد ، قليلة الضمان نوعا، التى تعرف باسم السندات العتيقة Junk bonds كانت عنصرا اساسيا فى الأونه الاخيرة. بالاضافة الى ذلك، فان صناعات كثيرة فى أمريكا كانت تعاني كثيرا خلال أزمات الائتمان فى الماضى قللت اعتمادها على الائتمان المصرفى من خلال برامج التأجير وبرامج الأسهم الأخرى. والآن يتم تمويل شقق الاسكان من خلال بيع الوحدات كملكيات مشتركة. والبنوك بدلا من استخدام الودائع لدعم قروض الاسكان، غالبا ما تبيع الاسهم لتمويل الرهون. وثلث كل الرهون الامريكية تقريبا تمول من خلال اصدارات الأسهم وليس من خلال الودائع المصرفية، والشركات ذات تكاليف رأس المال العالية خفضت اعتمادها على البنوك ببيع جزء من الشركة لشركة مستأجره (تمول باصدار أسهم جديدة)، ثم استخدام عائدات البيع للتوسع فى مجال آخر.

٣- تفتيت المخاطرة:

كان المعتاد أن يتحمل المقرض كل المخاطر المعنية فى القرض: (أ) مخاطرة الائتمان (أو العجز عن السداد) وهي المخاطرة المتمثلة فى عدم دفع المقترض (ب) مقامرة الفائدة (أو السوق). مخاطرة ارتفاع أسعار الفائدة قبل استحقاق القرض ، مما يقلل القيمة الحالية للقرض، (جـ) مغامرة الجدولة، مقامرة ان تأتى المدفوعات ولكن ليس حسب الجدول المتفق عليه، و (د) مخاطرة النقد الاجنبى (أو مخاطرة العملة) ، مغامرة احتمال انخفاض قيمة عملة السداد. وقد لايود المقترض أن يتحمل كل تلك المخاطر، وربما كان فى وضع أفضل للحكم، ومساندة بعض المغامرات دون غيرها. والآن يستطيع سوق رأس المال أن يبيع المقامرات المختلفة كل على حدة .

وثمة مجموعة من الأساليب تتضمن مؤسسة مالية تقوم بتقييم مغامرة الائتمان، ولكن تبيع مقامرة سعر الفائدة. والمثال على ذلك هو بيع البنوك للأسهم على الرهون أو القروض الأخرى ، حيث يوافق على دفع فائدة للمشترين، سواء لم يسدد القرض المعنى أم قام بالسداد.

وهناك أسلوب شائع آخر هو المقايضة Swap فى العملة الاجنبية ، ولكن المموليين يستخدمون هذا الاسلوب لمبادلة مدفوعات الفائدة. وترتفع المقايضات عندما يكون البنك بحاجة الى نوع معين من الدخل، الثابت أو المتغير، بعملة أو بأخرى، ومع ذلك قد يكون القرض الذى يلائم عملاءه لا يلائم حاجات البنك، وبدلا من إخبار المقترض بالبحث عن بنك آخر، لأنه قد يجد صعوبة أكثر فى تقييم مخاطرة الائتمان، فان البنك يقدم القرض، ثم يبادل بعض عناصر القرض مع بنك آخر. وتعتبر أسواق مقايضة مدفوعات أسعار الفائدة فى أمريكا نشيطة جدا وتدار بواسطة السماسرة. ومنذ ادخالها عام ١٩٨٢ ، زادت مقايضات سعر الفائدة إلى أكثر من ٣٠٠ بليون دولار أمريكى عام ١٩٨٦، واكثر من ٢,٣ تريليون دولار امريكى عام ١٩٩١ .

٤- نقص الشفافية:

ان عددا من التغييرات التى تحدث فى الأسواق المالية الآن لها أثر كبير فى زيادة صعوبة تقييم المخاطرة، وتتحمل المؤسسات المالية مسئوليات محتملة ، فى الموافقة، على سبيل المثال، على شراء أسهم لم تبع، لدعم سوق ثانوية، أو لضمان صفقات الأوراق المالية. وسلامة الوسيط تكون أكثر صعوبة عندما يكون الدين معلقا

على فشل فى مكان آخر. أن تجميع المخاطر المختلفة والأدوات المالية التجديدية تجعل من الصعب إدراك المخاطرة الكامنة . علاوة على ذلك، فان عددا من رجال الاقتصاد يخشون انه فى عملية الدوائر القصيرة للبنوك تهبط عملية جمع المعلومات وتقييم المخاطرات فى السوق. والرد السريع على ذلك الاقتراح هو أن فصل الائتمان، الفائدة، ومخاطرة سعر الصرف تضع المخاطرة فى أيدى دارسين متخصصين قادرين بشكل أفضل على تقييم المخاطرة أفضل من أى مؤسسة عامة.

٥- الأدوار المتغيرة للوسائط: (١)

عندما تغيرت الأسواق كذلك تغيرت المؤسسات العامة فى السوق. كذلك وحدث طمس للخطوط التقليدية بين البنك التجارى الذى يقبل الودائع ويحتفظ بالاحتياطى، ويقدم القروض- ومؤسسات الاستثمار. وفى الولايات المتحدة، حيث سعى قانون ١٩٣٢ لفصل البنوك التى تتلقى الودائع عن البنوك التجارية، واستخدمت البنوك الشركات القابضة لشراء البيوت الاستثمارية وأنشأت البيوت الاستثمارية بنوكا. وفى غير أمريكا، حيث كانت الخطوط أقل رؤية ولكنها لاتزال منظورة، حدثت العملية أيضا، وهى عملية ضبط ضرورى للتغيرات التى تطرأ على سيولة السوق.

٦- مشكلة الرقابة على الأسواق المالية الدولية

تعانى الأسواق المالية الدولية من نفس مشكلات سوق رأس المال المحلية، ويضاف إلى ذلك مشكلات أخرى تنتج عن العنصر الدولى فى الأسواق المالية الدولية .

ومن المشكلات الجوهرية التى تواجهها الأسواق المالية الدولية مشكلة الاشراف والرقابة عليها. وسبب هذه المشكلة هو تعدد الدول المشتركة فيها وبالتالى تعدد التشريعات واستقلال كل دولة بسلطاتها وتشريعاتها.

وربما كان الأهم من ذلك هو زيادة الاسهم التى يصعب مراقبتها عن القروض المصرفية نظرا لطبيعتها وزيادة الديون المحتملة، والسندات المالية الحديثة الاكثر تعقيدا. ونقص الشفافية وزيادة السيولة تشبه فيضانا من الماء غير النقى للمسئولين عن مراقبة الأسواق المالية .

(١) Mishkin: The Economics of Money, op . cit., pp.33 and s.

وبعد فإن عجز عدد من بلاد العالم الثالث عن سداد ديونهم فى أوائل الثمانينات، أدى ذلك إلى خطة واسعة الانتشار سميت باتفاقية بازل.

اتفاقية بازل (١): **Basle agreement**

رغبة من البنوك المركزية فى الدول المشتركة فى مجموعة الدول السبعة (G-7) (وهى : كندا-فرنسا-ايطاليا - بريطانيا- المانيا- الولايات المتحدة -اليابان) فى منع التوسع الزائد للبنوك في المستقبل ، فقد قامت بابرام اتفاقية بازل فى عام ١٩٨٨ ، وفى حقيقة الأمر فقد قرر مسئولو البنوك المركزية الضغط على البنوك التجارية في بلدانهم للحفاظ على حقوق ملكية أعلى . وعلى وجه التحديد فإن اتفاقية بازل تطالب البنوك بالاحتفاظ بما لايقل عن ٨٪ من الحساب المقدر لأصولها كرأس مال ، وهذا الرأس المال ذو مستويين: المستوى الأول ونسبته ٤٪ يجب أن يكون حقوق ملكية حملة الأسهم ، أما المستوى الثانى فيمكن ان يتضمن حقوق ملكية اضافية ، غير أنه يمكن أيضا أن يحتوى على أموال محتجزة كاحتياطيات مقابل الخسائر(وتلك تخص حملة الأسهم حتى حدوث العجز عن الوفاء بالدين) والدين متأخر الرتبة ، ويقصد بالدين المتأخر الرتبة المبالغ المقترضة التى يأتى ترتيبها فى آخر الديون المستحقة الدفع عندما يصبح البنك معسراً وعاجزاً عن الدفع .

ان الحساب المقدر لأصول بنك ما يعتبر ان القروض (١)، والسندات البلدية ذات المخاطرة الأعلى (٥ر) ، والكثير من الأصول البلدية والحكومية والاقليمية (٢ر) ، ودين حكومات مجموعة السبعة (صفر) ، ويتم اعتبار أى شئ آخر بالاضافة للقروض (١) . ومايزيد الأمر صعوبة أن البنوك يفترض أيضا أن تقوم باعتبار التزاماتها الاحتمالية - أي على سبيل المثال الالتزام اللى تتحمله عند ضمان ورقة مالية برقم (١) وحتى تقوم البنوك ببناء حقوق الملكية الخاصة بها وخاصة الاحتياطيات ضد خسائر القروض فان على البنوك ان تأخذ بعضاً من ايراداتها وتضعها فى صورة أصول سائلة - وليس توزيعها كأرباح أسهم - واستخدامها فى شراء معدات أو مبانى أو توظيفها فى صورة ممتلكات غيرسائلة . وفى الولايات المتحدة الامريكية يتم دفع الضرائب بعد الأرباح قبل ان توضع الأموال في صورة احتياطيات ولاتعتبر القوانين الضريبية لدول أخرى كثيرة الأموال المستخدمة فى انشاء احتياطيات الخسائر أرباحا . وعلى أية حال فان بناء الاحتياطيات يستغرق وقتا فضلا عن أنه مكلف من حيث الدخل الضائع .ومن الناحية الواقعية فان دول مجموعة السبعة (ودول أخرى متعددة)

(١) Brown, Hogendorn: International Economics, op. cit., p. 528.

لم تستحدث الاشتراط أوالمطلب دفعة واحدة وهى تقوم بزيادة قيمة رأس المال المراد امتلاكه بواسطة البنك تدريجيا فى اتجاه مستوى الاتفاقية ، وفى الأحوال الأخرى فان هذه الدول مازالت تناقش كيفية حصر بعض البنود وخاصة الالتزامات الاحتمالية المختلفة.

ان اتفاقية بازل قديكون لها آثار بعيدة المدى لأنها تحل محل اشتراطات الاحتياطيات المتصلة بالرقابة على التسليف . فاذا لم يبلغ البنك نسبة الـ ٨٪ المطلوبة فى الوقت الذى يعتقد البنك المركزى بضرورة ذلك ، فان البنك لايكون أمامه سوى شراء أذون خزانة أو الاحتفاظ باحتياطيات زائدة، الأمر الذى يترتب عليه نشوء نظام مصرفى أكثر أمانا ، غيرأنه يقلص دور البنوك فى مجال الاقراض نتيجة المقترضون مباشرة للجمهور، ولقد بدأت السلطات الوطنية فى الاتجاه ببطء نحو اقتسام المعلومات وارساء بعض المعايير المشتركة ، غيران السوق متغير بسرعة كبيرة يصعب معها ممارسة الاشراف فتظهر فجوات جديدة ومشكلات متعددة ، لذلك يقال ان الفجوات الاشرافية تظل مصدرا للقلق والانزعاج".

وبسبب مشكلة الرقابة على الأسواق المالية الدولية هناك [١] اعتقاد شائع مؤداه أن مدى استثارة تدفقات رأس المال قصير الأجل قد أصبحت أسوأ مما كانت عليه نتيجة لوجود أسواق النقد الدولية التى تقل فيها الرقابة المطلوبة .والمثال على ذلك سوق العملات الأوربى اذ لم يقم بنقل الأرصدة الموجودة وبسرعة بين الدول فحسب ، بل انه خلق أيضا كميات كبيرة من السيولة الجديدة التى بامكانها الدخول والخروج من الدولة مؤدية إلى أزمات نقدية.[٢]

ولاغرو فان مدى تنظيم أسواق رأس المال الدولية يتيح حصيلة وفيرة من المعلومات والبيانات عن المقرضين والمقترضين وكافة المتعاملين فى هذه الأسواق . وهذا التنظيم يمكن للمقرضين من الحصول على قروضهم بأدنى معدلات فائدة ممكنة. وبالجملة فان التنظيم الكفء للأسواق المالية الدولية يخلق مناخا تنافسيا فى الأسواق المالية الدولية يهيئ لها أن تعمل بكفاءة كبيرة.

---

(١) هدسون ، هرندر: العلاقات الاقتصادية الدولية ، مرجع سابق ، ص ٣٣٢.

(٢) Krugman, Obstfeld: Economie Internationale, op. cit., pp. 734-735

لذلك كماينادى البعض [١] بوجود مجلس عالمى للاستثمار فى سبيل تنظيم الاقتصاد العالمى فانه يصح المناداة بوجود مجلس عالمى للأشراف على الأسواق المالية الدولية والتنسيق بينها وذلك فى سبيل ازدهار الاقتصاد العالمى .

المبحث الثانى
السياسة الأولى بالاتباع لمعالجة التغيرات فى الأسواق المالية الدولية

تتعرض الأسواق المالية الدولية لتغيرات متعددة ، وتدعو هذه التغيرات للبحث عن السياسة الأولى بالاتباع لمعالجة هذه التغيرات ، هل تكون السياسة النقدية أم السياسة المالية؟

ونتناول فيمايلى توضيح السياسة الأولى بالاتباع لمعالجة التغيرات فى الأسواق المالية الدولية وذلك على النحو التالى:

اولا: السياسة النقدية:

يقصد بالسياسة النقدية عموما[٢] قيام البنك المركزى برقابة كميات النقود ومعدلات الفائدة من أجل تعزيز السياسة الاقتصادية القومية. وتستهدف الحكومة من صياغة السياسة النقدية تحقيق التوظيف الكامل والمعقول دون تضخم مفرط.

والملاحظ بالنسبة لدول كثيرة فى العالم، أن السياسة النقدية [٣] أصبحت هى سياسة سعر صرف. فمحاولة كندا فى الفترة من عام ١٩٨٧- ١٩٨٩ لجعل أسعار فائدتها أعلى بنسبة ٣-٤ ٪ عن سعرالفائدة فى الولايات المتحدة ، جذبت قدر كبيرا من رأس المال قصير الأجل وربما لم يكن لها أثر كبير على كبح الاستثمار المحلى الذى يمول جزء كبير منه من الخارج.

(١) جيل برتان : الاستثمارالدولى، مرجع سابق، ص ١١٨.
(٢) Mossé (Robert): Politique Monetaire, Payot, Paris, 1972. pp.156-159
(٣) Brown, Hogendorn: International Economics, op. cit.,pp.524-525.

وعلى حين تفترض نظريات اقتصادية كثيرة أن رفع سعر الفائدة يؤثر على الاقتصاد بشكل متساوى، ويخفض الاستثمار بتخفيضه العائد فقط ، فانه قد لايتحقق ذلك دائما. وطبقا لنظرية توفر رأس المال ، فان البنوك لاتعتمد بشكل مطلق على أسعار الفائدة ، ولكن توزع كميات القروض التى تقدمها. وفى فترة التوسع الاقتصادى ، فان البنوك لاترفع أسعارالفائدة مباشرة لتوزيع الائتمان ، ولكنهم يطلبون من عملائهم تأجيل الحصول على القروض حتى تتوفرالنقود، وهذا التصرف له مضامين دولية..

وقد يكون الاقتراض الاستثمارى غير مرن للسعر بدرجة كبيرة، حيث أنه طلب مستمد من زيادة انفاق العميل أو الانفاق الأجنبى. وبدلا من ذلك، فقد انخفض المعروض النقدي وسعر الائتمان، وكان يميل لاستهداف تلك الصناعات التى تعتمد على الائتمان المصرفى ، مثل التشييد وبعض أشكال الاستثمار الرأسمالية الجديدة. وعلى حين يكونون مستعدين للاستثمار ، فان البنائين أو مشتري الاسكان المحتملين فى أمريكا واجهوا مطالب مثل رفض البنوك اقراض أكثر من ٥٠ ٪ من قيمة البيت، والتى تقتطع جزءاً كبيراً منها من السوق . وحيث بدأت تلك الصناعات تستخدم الأوراق المالية لتجنب الاستخدام المكثف للائتمان المصرفى، فانها أصبحت أقل حساسية للتغيرات التى تطرأ على المعروض النقدي. وحيث أنه يقلل المعروض النقدى ولم يعدله تغير الأثر التوزيعى ، فيجب رفع أسعار الفائدة أعلى لاقناع الشركات على تأجيل خطط الاستثمار.

وكثير من المقترضين، لعدم سعادتهم بأسعار الفائدة المحلية، يستطيعون الاقتراض من الخارج بأسعار أقل وطالما أنهم مستعدون لتحمل مغامرة النقد الأجنبى، ويستطيعون ايجاد الاموال لاستثماراتها والأموال التى يقترضوها تعطيهم السيطرة على الموارد محليا. وتختلف الآلية التى يمكن بها حدوث ذلك طبقا لتفاعل سياسة سعر الصرف مع تدفق رأس المال الداخلى. وفى حالة التوظيف الكامل، سوف تؤدى الى رفع قيمة العملة فى سوق النقد الأجنبى ، أو التضخم محليا.

وكل من التضخم وارتفاع قيمة سعر صرف البلد لها نفس الأثر وهى تضر بالصادرات وتستورد سلعا تنافسية. وأثر السياسة النقدية، على ذلك لايخفض الاستثمار المحلى، ولكنه يخفض القطاع الحساس لسعر الصرف . وينخفض الطلب الكلى. ليس لأن الاستثمار يقل ، كما يتوقع غالبا، بل لأن الصادرات تقل والواردات

تزيد.

وزيادة سعر الفائدة لاتقلل الاستثمار المحلي ، ولكنها تقيد الصادرات وبدائل الاستيراد ، أي الاستثمار الأجنبي الصافي .[١]

ثانيا: السياسة المالية:

السياسة المالية هي [٢]السياسة التي بموجبها تستعمل الحكومة برامج نفقاتها أو ايراداتها وموازنتها العامة لانتاج آثار مرغوبة وتجنب الآثار غير المرغوبة على الدخل والانتاج والتوظيف.

ومن الملاحظ أن ضعف أداء السياسة النقدية وفعاليتها في بعض الدول من شأنها أن يضيف أعباء على السياسة المالية المعروفة بأنها[٣] أقل مرونة وأكثرتسييسا، وأصعب في التحكم من السياسة النقدية ، وذلك. نظرا لأنها من اختصاص الحكومة باعتبارها السلطة التنفيذية، كماأنها تحتاج لموافقة السلطة التشريعية مما يستلزم - في الغالب الأعم- مضى وقت قديكون طويلا بين ضرورة الحاجة لتطبيقها والتطبيق الفعلي لها.

---

(١) Rousseas (stephen): The Finance Motive, Keynes and post Keynesians, Economies et Societés, 1986, p.192.

(٢) Chelliah (Raja.) : Fiscal Policy in underdeveloped countries, George Allen and Univin L.T.D., 1960, p.19.

(٣) Brown, Hogendorn: International Economics, op. cit.pp.526

- د. أحمد جامع : النظرية الاقتصادية - الجزء الثاني-التحليل الاقتصادي الكلي،دارالنهضة العربية ، ١٩٧٣ ، ص ٤٧٢.

الفصل الثالث
تكامل الأسواق المالية الوطنية
مع الأسواق المالية الدولية[١]

تتكون الأسواق المالية الدولية من مجموعة من الأسواق المالية الوطنية المتداخلة . ومن أشهر وأكبر هذه الأسواق سوق لندن ونيويورك وطوكيو. وعلى حين تكون الأسواق عالية التكامل، فانها تظل منفصلة جزئيا فى بعض المناطق . وانصياعا لمبدأ السيادة الوطنية فان كل سوق رأس مال وطنية تخضع لتنظيم سلطاتها الوطنية . فالاسهم التى تصدر فى مصر ، على سبيل المثال، يجب أن تتبع القوانين المصرية ، والاسهم التى تصدر فى فرنسا تتبع القانون الفرنسى . فالأسواق الامريكية[٢] -على سبيل المثال-لاتستطيع أن تصدر، مايعرف بسندات لحامله Bearer bonds، وهى سندات تحدد أن الشركات سوف تدفع لحامل السند فقط مبلغ كذا وكذا عند تقديم السند أو كوبون يقطع من السند . ومعظم البلاد الاوربية تسمح بالسندات لحاملها ولاشئ يمنع مكتب سمسرة أمريكى من أن يبيع لعملائه سندات صادرة فى بريطانيا وفقا للقانون البريطانى.

وكل البنوك الكبرى عالمية فى نطاقها، تقبل الودائع او تبيع شهادات الوديعة للناس من دول كثيرة وتقرض بدورها للعملاء الدوليين. وقوانين البنوك الوطنية غالبا ما تعطى الافضلية للبنوك الوطنية فى الاعمال المصرفية التجارية: قبول الودائع وتقديم الخدمات المصرفية العادية للجمهور، ولكنها اقل تقييدا مع بنوك الاستثمار.

والقوانين الوطنية، بالمثل، يمكن أن تقيد قدرة صناديق المعاشات أو حسابات الائتمان على الاستثمار فى الأصول الأجنبية. تلك القوانين، التى تهدف لحماية أصحاب المعاشات من استثمار أموالهم بشكل سئ فى أسهم مشكوك فيها أونسبة المخاطرة فيها مرتفعة للغاية، يمكن أن تعمل أيضا على حماية المقترضين المحليين من الاضطرار لدفع أسعار دولية تنافسية .

وقد يتوفر للمواطنين أيضا معلومات عن أسواقهم الوطنية، فالمصريون

(١) Byé (Maurice) : Relations Economiques Internationales, Dalloz, 1977,pp. 442 et s.

(٢) Brown , Hogendorn : International Economics, op., cit. pp. 511-512.-

يستطيعون تقدير مستقبل الشركة المصرية أحسن مما يستطيع الامريكيون ،لأنهم يراقبون الشركات المحلية بشكل أدق ولديهم مصادر معرفة ليست متاحة بسهولة للأجنبي. ونظرا لان معلوماتهم أفضل، فانهم يكونون أكثر قدرة على تقدير المخاطرة ومستقبل الشركات المصرية، وعلى ذلك تكون تكلفة إقراضهم أقل .

وانصياعا لاعتبارات السيادة الوطنية فان الأسواق الوطنية تخضع لتنظيمات ضريبية ، ونظم محاسبية مستقلة.

والفروق فى القوانين الوطنية والفروق فى القدرة على تقدير المخاطرة تسبب قيودا معينة على تدفق رأس المال بين الدول غير موجودة فى الأسواق المحلية. وفى معظم الحالات لاتكون تلك القيود كبيرة وتقل بشكل مؤكد.

ولم تعد العملات الوطنية المستقلة عائقا كبيرا أمام الاستثمار الدولى. لأن المؤسسات المالية تستطيع أن تصدر أو تساند الأسهم والقروض بعملات غير عملاتهم الوطنية. علاوة على ذلك، فان النمو الهائل لسوق النقد يتيح للمستثمر ان يغطى استثمارا على فترات طويلة، قد تصل إلى عشر سنوات فى بعض الحالات.

وقد ترتب على الثورة الهائلة فى عالم الاتصالات (شبكات الانترنت مثلا)وربط التدفقات المالية بالحاسبات الآلية دمج الأسواق المالية الدولية لدرجة لم يسبق لها مثيل. فالمعلومات تنتقل بشكل أسرع ، وكمية رأس المال التى يمكن تعبئتها فى وقت قصير توسعت بشكل كبير. وغالبية ما قيمته مئات البلايين من الدولارات من العملة الأجنبية التى يتم المتاجرة فيها كل يوم ترتبط بالاستثمار: مضاربة قصيرة الاجل، تغطية على مخاطرة نقدية ، تمويل التجارة، أو استثمارات عبر الحدود. وكل البنوك الرئيسية توجد فى المراكز المالية الدولية الرئيسية، تجمع المعلومات وتنشرها على شبكاتها، وبذلك تنشر المعلومات (أو الإشاعات) بسرعة ويكون العمل الجماعى سهلا.

وكل ذلك أصبح سهلا وممكنا بفضل وجود الحاسب الآلى الذى يمكن من اتمام كثير من الصفقات دون حاجة لوجود الطرفين فى مكان ابرام التصرف فعن طريق الحاسب الآلى يمكن تبادل وجهات النظرحول الصفقة محل التعاقد واتمامها دون حاجة لوجود الطرفين فى مكان معين.

وعموما فانه يصبح الوصول إلى أسواق رأس المال الأجنبية ميسورا عندما (١) يتم تصحيح الانحرافات التي تطرأ على بعض الأسعار النسبية مثل معدلات الفائدة وأسعار التبادل . وفى بعض الأحيان يصل تدفق الأموال الأجنبية للداخل إلي معدلات يصعب امتصاصها بمستوى أسعار محلية ثابت.

(١) Shaw : Financial Deepening ..., op.cit., pp.9-10.

الفصل الرابع

سوق العملة الأوربية

كنموذج للأسواق المالية الدولية

تتعرض الأسواق المالية الدولية لكل مشكلات الأسواق الوطنية ، وتتفاقم مشكلات الأسواق المالية الدولية بسبب العنصر الدولي.

فعندما يضع المستثمرون نقودهم فى المصارف أو يشترون أسهما فى بلد آخر، مستخدمين عملة البلد الآخر، فانه يشار لهذا النشاط بانه نشاط "عبر الحدود". Cross - border أو تقليدى Traditional ، (وهكذا نحصل على قروض عبر الحدود ، وودائع ومشتريات ومبيعات للأسهم عبر الحدود). وقد نما النشاط فى تلك الأسواق نموا كبيرا. ولكن هناك سوقا ثانية غير عادية، حيث يتم فتح الحسابات وإصدار الأسهم ليس بعملة البلد، ولكن بعملة أخرى. فالشركة الامريكية تستطيع أن تودع أو تقترض دولارات أمريكية من لندن ، أو تصدر أسهما بالماركات الالمانية فى لندن أيضا. وهذا النوع الثانى من الأسواق يسمى "سوق العملة الأوربية" Eurocurrency market .

فالعملات الأوربية هى (١) ودائع لأجل بعملات دولة ما ولكنها مودعة فى مصرف دولة أخرى ، فاذا قرر مقيم أمريكى -على سبيل المثال- نقل أرصدته المودعة فى أحد بنوك نيويورك وايداعها (بالدولار) فى أحد بنوك لندن اعتبرت ودائع لندن ودائع عملات أوربية (وفى هذه الحالة ..لار أوربى Eurodollar(٢)

سوق العملة الأوربية:(٣)

تتكون العملة الأوربية من اصدارات قروض وودائع وأسهم لعملات خلاف عملة الدولة التى تودع فيها الود..ة أو تصدر فيها الأسهم. وكأى سوق وطنية، فإن سوق

(١) هدسون ،هرندر: العلاقات الاقتصادية الدولية ، مرجع سابق، ص ٣٧٢.

(٢) لمزيد من التفصيل أنظر:

Rose (Peter s.): Money and Capital Markets, Irvin , 1992 , pp. 456-465.

(٣) -Brown, Hogendorn: International Economics, op. cit., pp. 513-515.

-Krugman, Obstfeld: Economie Internationale, op.cit., pp.726 et s.

-Mishkin: The Economics of Money, ...op. cit., pp. 294 and sqq.

-Harvey (Jack): Intermediate Economics, Macmillan, Fifth edition, pp.354 and Sqq.

العملة الأوروبية لديه قروض مصرفية، أسهم قصيرة ، متوسطة وطويلة الاجل، وتسمى الاخيرة منهم سندات، ومجموعة كبيرة من الصكوك بينها. وعلى عكس الاسواق الوطنية، فان الدين لايحدد بالعملة الوطنية.

وعند إصدار سهم أو تقديم قرض بعملة خلاف عملة البلد الذى صدر فيه ، فانه يسمى دين بالعملة الاوروبية . فالبنك الانجليزى الذى يقبل ودائع بالدولار الامريكى ويقرض دولارات أمريكية ينجز صفقات دولارية أوروبية. وشركة الاستثمار الامريكية التى تصدر أسهما بالين اليابانى (دون أن تصدر فى اليابان) تبيع أسهما أوروبية مالية.

ولايوجد سبب منطقى يفسر لماذا يجب أن يحدد الدين بعملة الدائن أو المدين. وفى الواقع لايلزم تعيينه بأى عملة محددة على الاطلاق . والشركات تصدر السندات بأقل من قيود التصدير الاختيارية ووحدات النقد الاوروبى.

وكل بلد صناعى أساسى تقريبا لديه صورة أوروبية من عملته المحلية . والودائع المصرفية والقروض ، خاصة القروض قصيرة الأجل، تحدد بالدولار الامريكى، ومن ثم عبارة سوق الدولار الاوروبى، التى تنطبق بشكل واسع نوعا على كل أسواق العملة الاوروبية . ونظرا لان القيمة الاوسع مدى للدولار الامريكى غير مؤكدة، فان كثيرا من الأسهم طويلة الاجل تصدر بعملات غير الدولار الامريكى . والمقترض الذى يريد أن يدفع سعر فائدة منخفض قد يختار اصدار دينه بعملة ينتظر أن تكون ثابتة أو ترتفع فى القيمة . ان شركة مانتوباهيدرو، شركة الكهرباء الاقليمية ، على سبيل المثال اقترضت الين اليابانى . وبذلك فان المؤسسة تبادل سعر فائدة منخفضة مقابل مخاطرة عدم ارتفاع قيمة العملة.

وشركة مانتوباهيدرو، على سبيل المثال، تحصل على ايرادها بالدولارات الامريكية والكندية، التى انخفضت قيمتها أمام الين اليابانى، وبذلك ارتفع عبء دينها حيث كان عليها أن تدفع أكثر لشراء الين اللازم لخدمة دينها.

لندن ونيويورك

تتمثل صعوبة التعامل مع عدد منفصل من أسواق رأس المال الوطنية، حتى لو كانت مرتبطة ارتباطا وثيقا، باستثناء لندن ونيويورك ، فإن كل منها صغيرا جدا. والاسواق الوطنية الصغيرة يعوزها نطاق الاسواق الكبيرة.

وقبل الحرب العالمية الأولى ، كانت لندن هى سوق رأس المال الأساسى للعالم. وفى حقبات مابين الحربين، بدأت نيويورك بالتدريج تغطى على لندن كأعم سوق رأس مال . وظل الدولار قويا، بينما نقصت قيمة الجنيه الاسترلينى ولم تعد لندن تجذب الودائع الاجنبية الضخمة التى تحدد بالجنية الاسترلينى . وقد جعلت الرقابة البريطانية على النقد خلال الحرب العالمية الثانية وفى فترة مابعد الحرب موقف بنوك لندن أكثر سوءا. بينما تضاءلت لندن كسوق وازدادت نيويورك قوة. فهل كان يجب ان تختفى لندن كمركز مالى دولى رئيسى؟ إن هذا لم يحدث وذلك، بفضل اختراع طائفة جديدة من الصكوك المالية هى الدولارات الأوربية.

أصول سوق الدولار الأوربى:

بدأت فى الخمسينيات حركة دفع لبناء نوع جديد من أسواق رأس المال فى أوربا، سوق خالية من قيود استخدام عملات محلية فقط لاستهلاك الدين. وقد جاء الحافز على ذلك من عدد من القرارات الحكومية التى ظهر مؤخراً أنها غير حكيمة فى أثرها على الأسواق المالية فى لندن ونيويورك . وفى الاساس كانت كل من الحكومتين البريطانية والامريكية مهتمة بمقدار الاقراض قصير الاجل الذى كانت بنوكهما مقدمة فى الخارج وقيدتها من خلال الضوابط والضرائب، عن تقديم مزيد من القروض، وجاءت القيود البريطانية عام ١٩٥٧ وجاءت القيود الامريكية عام ١٩٦٣ مما أدى الى تقليل القروض التى استطاعت أكبر سوقين لرأس المال عملهما فى العالم. وقد ظل السوق الامريكى مفتوحا أمام كندا وكثير من دول العالم الثالث، ولكن اليابانيين والاوربيين فقدوا مصدرهم للتمويل الدولارى قصير الاجل. فأين استطاعوا التحول للاقتراض والاقراض بالعملة الرئيسية فى العالم؟

لقد ظلت بنوك لندن لسنوات تراجع الحسابات بالعملات الاجنبية، خاصة الدولار. وكان أى فرد أو مشروع يفتح حساب لدى أى بنك فى لندن، ويودع الدولارات ويكتب الشيكات بالدولارات . وفى الخمسينيات بدأ عدد من بلاد الكتلة الشيوعية عمل ودائع دولارية فى لندن للتمتع بالضمان والسيولة المرتبطة بالدولار، ومع ذلك يتلاقون التمحيص والتجميد الممكن لأموالهم الذى كان يمكن أن يحدث لو أودعوا دولاراتهم فى أحد البنوك الامريكية . وقد ادركت بنوك لندن أنها تستطيع ان تستخدم تلك الحسابات لتقييم الاساس لاقراض الدولار وليس الاسترلينى. واستطاعت بذلك تلافى القيود على الاقراض الاجنبى للجنيه الاسترلينى وفى نفس الوقت تستفيد من

فكرة عمل ودائع دولارية لديها وبدورها يمكنها أن تقدم قروضا دولارية. وحالا أصبح اسم الدولار الاوروبى ينطبق على تلك الصفقات .

ولم يكن معظم المستثمرين مهتمين بوضع الدولارات في لندن لاستخدامها في الحساب الجارى. ولكنهم كانوا يريدون عمل ودائع قصيرة الاجل لفترات تراوحت من أسابيع قليلة لشهور قليلة. وعلى حين كان البريطانيون يدفعون بعض الفائدة على الحسابات الخارجية المنتظمة، فان المستثمرين كانوا يبحثون عن عائدات أعلى، وكانت لندن مستعدة بعدد من الوسائل لتقديم ما كان يبحث عنه المستثمرون وبسرعة طورت ودائع نقدية عند الطلب (عندما يطلب المودع) ، ٣٠ ، ٦٠ ، ٩٠ يوما، تبعت الرعاية الامريكية مباشرة عندما طورت البنوك الامريكية فى عام ١٩٦١ شهادة الوديعة .

وقد زادت شهرة الدولارات الاوروبية بسرعة. فقد كانت مربحة – أى أن تكاليف صفقة الاقتراض أو الاقراض كانت منخفضة ولم يكن المقترضون الاوروبيون للدولار بحاجة لابرام عقود مع البنوك الامريكية وكانوا يستطيعون بدلا من ذلك التعامل مع بنوكهم. والبنوك والمؤسسات الامريكية التى لديها دولارات تقرضها كانت تجد انه من الاسهل اقراض تلك الدولارات للبنوك الاوروبية بدلا من محاولة وضع الدولارات بأنفسها فى أوربا . وبذلك تجنبت مشكلات المخاطرة الائتمانية ونقص المعلومات المتعلقة بالأسواق والظروف المحلية وأمكن تلافى الفرق الكبير فى ساعات العمل بين اوربا وأمريكا بواسطة الاوروبيين الذين كانوا يتعاملون بالدولارات مع البنوك الاوروبية، وأخيرا، كان هناك أيضا عامل تنافسى جوهرى. فقد وجدت البنوك البريطانية أن الودائع الدولارية كانت طريقة ممتازة لجذب ودائع اضافية، وباجراء عمليات أكثر ضعفا استطاعوا ان يقللوا الانتشار بين مادفعوه فى الوسائل وماتقاضوه على القروض أدنى مما تستطيع نيويورك .

ومرة أخرى، كانت التنظيمات الامريكية مسئوله جزئيا عن الازدهار المبكر لسوق الدولار الاوروبى. وكان الاحتياطى الفيدرالى ينظم أسعار الفائدة، للفترات الزمنية، ومتطلبات الاحتياطى على الودائع الزمنية، وكان يتعين أن تحوز البنوك الأمريكية ٥٪ من كل الودائع الزمنية Time deposits كاحتياطى ، بينما كانت البنوك الاوروبية تستطيع استخدام توجيهها ، مما يعنى انها لم تكن تحتفظ باحتياطى لودائع الدولار الاوروبى. وقد عنى ذلك ان البنك الامريكى الذى لديه وديعة ادخارية بمائة الف دولار كان يستطيع اقراض ٩٥٠٠٠ دولار فقط، بينما البنك الاوروبى الذى

لديه نفس الوديعة كان يستطيع اقراضها جميعا. وبفائدة ١٠٪ يمكن ان يكسب البنك الاوربى ٥٠٠ دولار اكثر سنويا وبذلك كان يستطيع خفض السعر الامريكى.

ولم تستطع البنوك الامريكية أيضا أن تدفع فائدة على الودائع قصيرة الأجل. علاوة على ذلك، عندما ارتفعت الأسعار بشكل حاد فى السبعينيات استجابة للتضخم العالمى، وجدت البنوك الامريكية نفسها مرة أخرى فى مواجهة نقص تنظيمى على أسعار الفائدة التى استطاعوا وضعها لضمان الاموال. وقد نقل كثير من كبار مودعيهم نقودهم لسوق الدولار الاوربية.

ولم ترد البنوك الامريكية أن تخسر فى مواجهة الدولار الاوربى ، وانتقلت اعداد كثيرة منها الى لندن لقبول ودائع بالدولار الاوربى واصدار قروض. ، وكل البنوك الرئيسية وكثير من البنوك الصغيرة فتحت فروعها فى لندن .

سوق قروض الدولار الاوربى الآن:(١)

سوق لندن :

نجحت بعض البنوك ، وعلى وجه الخصوص بنوك لندن فى تجميع ودائع بالدولار الاوربى، ولكنها لم تجد مؤسسات مستعدة لاقراض النقود. وقد نشأت سوق نشيطة فيها كانت تستطيع البنوك ذات الفائض من الدولار الاوربى أن تقرضها (تبيعها) لبنوك أخرى لديها مقترضون جاهزون. وهذا السوق يشبه إلى حد كبير سوق النقد الاجنبى، ذا كميات كبيرة من الدولار الاوربى يتم التعامل بها بالجملة وكثيرا ما كانت تمر بعدة بنوك فى طريقها الى المقترض النهائى.

حجم السوق:

يشير تقدير حجم القروض المصرفية بالدولار الأوربى عددا من الصعوبات . والارقام التى يستشهد بها دائما هى أرقام القروض الجديدة التى تمت خلال عام معين ويحاول تلاقى الحساب المزدوج للقروض التى تتم من بنك لآخر قبل اقراضها للمقترض النهائى . وقد أظهرت بعض التقديرات (ر.ب. جونسون) نموا مبكرا عظيما فيها، فقد

---

(١) Brown, Hogendorn: International Economics, op., pp.516-517.

ارتفع احتياطى قروض العملة الاوروبية من ١٠٣ بليون دولار أمريكى عام ١٩٧٠ الى مايقل قليلا عن ١,٣ ترليون دولار أمريكى عام ١٩٨٠ . وقد قل النمو منذ ذلك الحين وكانت مستويات عام ١٩٩٠ لقروض العملة الاوروبية الجديدة حوالى ١١٥ بليون دولار.

الأسهم طويلة الأجل:

على حين كانت ودائع الدولار الأوربى والقروض هى الصكوك الاساسية قصيرة الاجل فى سوق العملة الاوربية ، فان سوق الصكوك تطور بشكل مختلف. فقد بدأت باصدار السندات طويلة الاجل، بالدولارات أولا، وبعد ذلك بالعملات الأخرى أيضا. وتكمن مميزات اصدار عملة أوربية فى القدرة على استغلال سوق رأس مال دولية ذات اصدار سند واحد، وليست الطريقة المكلفة والمعقدة لاصدار سندات موازية فى عدة أسواق وطنية. وكذلك لديهم حرية أكثر عن القواعد الوطنية، التى تقع بشدة على اصدار السندات للمواطنين فى بلد الاصدار. فالشركة الهولندية التى تصدر سندات بالدولار الاوربى وتبيعها فى فرنسا كانت تتعرض لقيود أقل مما لو قدمت سندات بالجليدر فى هولندا وباعت بعضها فى فرنسا مصادفة.

وتطورت الأسواق متوسطة المدى بشكل أبطأ من أى من الاسواق قصيرة المدى أو طويلة المدى. وكانت الاسواق الثانوية ضئيلة ، وترغم كثيرا من المشترين على الاحتفاظ بالاسهم حتى انتهاء مدتها. وفى الحقبة الأخيرة فقط نمت الأسواق متوسطة المدى للأسهم بشكل نشيط وبدأت تملأ السوق. وقد تضخمت سوق الاسهم الثانوية بشكل أساسى: فبين عامى ١٩٨٠ و ١٩٨٦، نمت السوق الثانوية بنسبة ٦٠٪، بينما نمت السوق الأساسية بنسبة ٤٥٪ فقط. وكانت البنوك البريطانية والاوربية محددة بشكل خاص فى مدخلها للسوق متوسطة المدى. وكان أحد الاختراعات يتمثل فى السهم ذى السعر المعوم Floating rate note ، حيث يضمن للمقترض تسلم مقدار معين من رأس المال، ولكن سعر الفائدة الذى يدفعه يرتفع أو ينخفض حسب ظروف السوق . وفى العادة يتم التعبير عن تلك الاسعار كنسب مئوية أعلى من السعر الأساسى، الذى فى حالة أسواق الدولار الأوربى يكون سعر العرض بين بنوك لندن أو يكون الليبور ليبور Libor Libor هو سعر الفائدة الذى تدفعه البنوك لبعضها البعض لاقتراض أموال قصيرة الأجل فى سوق الدولار الاوربى. وفى بعض الاوقات، كان حوالى ٤٠٪ من سوق السندات الاوربى الكلى تتكون من الاسهم ذات السعر العام.

الحجم والخواص:

بدرجة ما تم استبدال قروض العملة الاوروبية بأسهم متوسطة المدى وطويلة المدى، وهى جزء من عملية التحول للأسهم. فالسندات الاوروبية (بما فيها الاسهم متوسطة المدى) كانت تزيد على ٢١٢ بليون دولار عام ١٩٨٩ وحوالى ١٨٠ بليون دولار عام ١٩٩٠ وفى عام ١٩٨٦ قدر صندوق النقد الدولى أن سوق سندات العملة الاوروبية، بما فى ذلك الصكوك متوسطة المدى يحوز ما قيمته ٦١٨ بليون دولار امريكى من الدين.

التحليل النقدى لأسواق العملة الاوروبية:

عندما نما سوق الدولار الأوروبى، بدأ الناس يتساءلون عن آثاره النقدية . وظن البعض أنه يمكن أن يسبب توسعا مضاعفا للودائع، كما فى الاسواق النقدية المحلية. ورفض البعض الآخر هذه الفكرة، ولكنهم كانوا يرون أنه قد تكون لها آثار مهمة أخرى.

وأمام ماسبق يرى البعض أن [1] سوق العملات الأوروبى قد أضاف كثيرا إلى الكفاءة التى تنتقل بها الأموال بين الدول ، بينما يرى البعض الآخر أن السوق قد خلق أيضا مشاكل حادة. ومن وجهة النظر هذه فانه بامكان سوق العملات الأوروبى توليد مقادير هائلة من النقود الجديدة والائتمان،وهى ظاهرة تؤجج التضخم العالمى النطاق وتقوض أسعار الصرف والسياسات النقدية التى تنتهجها الدول منفردة.

هل يوجد توسع مضاعف للدولارات الأوروبية؟[2]

هنا يثور تساؤل هام وهو: هل يوجد توسع مضاعف، ليس بالعملة المحلية، ولكن بالدولارات الاوروبية نفسها، توسع سببه توسع معروض العملة المحلية؟

والاجابة هى أن التوسع المضاعف ممكن، ولكن يحتمل أن يكون صغيرا جدا بسبب التسرب الكبير من النظام ، مع تذكر أن السبب الوحيد الذى يجعل الاحتياطيات فى النظام المصرفى المحلى مجرد جزء صغير من الودائع الكلية هو لأن النقود التى تقرض وتسحب تعود دائما الى النظام. وعندما تتسرب فى صورة نقود فقط فانها لاتعود. ويتحدد المضاعف النقدى بمعادلة صيغتها هى: ط/١ + التسرب،

(١) هدسون ،هرندر: العلاقات الاقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص ٣٧١.

(٢) Krugman, Obstfeld: Economie Internationale, op.cit., pp.730 -731.

-Brown, Hogendorn: International Economics, op., pp .520-522.

حيث ط هى مطلب الاحتياط والتسرب هو النقود التى لايعاد ايداعها. ومتطلبات احتياطى الدولار الاوربى منخفضة ولكن التسرب يقترب من ١٠٠٪ وجزء صغير جدا فقط من الدولارات الاوربية يعود للسوق. فهل تعود شركة ما وتودع نقودها فى سوق الدولار الأوربى؟ يحتمل الا تفعل ذلك، لأن هذه الشركة يمكن أن تستخدم معظم النقود لدفع اجور العمالة وثمن المواد. وحتى لوحققت بعض النقد العاطل مؤقتا متاح للاستثمار قصير الاجل. يمكنها أن تضع تلك الاموال فى سوق رأس المال الامريكى، وتشترى سندات خزانة امريكية ، او تجد وسيلة قصيرة الاجل اخرى. ونتيجة لذلك، يظل المضاعف قريبا من ١.

السيولة والنقود القريبة ، والثروة:

الدولارات الاوربية، فى مدها قصيرة الاجل، ليست نقودا فى حد ذاتها. وفيما عدا مبلغ صغير جدا فى حسابات الشيكات، يجب ان تتحول الى حسابات شيكات أو تعد لشراء أى شئ. علاوة على ذلك ، فان الناس الذين ينشئون ودائع بالدولار الاوربى يعرفون انهم يتخلون مؤقتا عن استخدام حق تلك النقود على السلع والخدمات، بينما من ينشئون ودائع شيكية يفترضون ان كل تلك الودائع متاحة فى الحال. وهكذا بالتعريف الضيق للنقود، تستبعد الدولارات الاوربية وكذا حسابات المدخرات وسندات الخزانة.

وتزيد الدولارات الأوربية السيولة ويمكن أن تزيد الثروة. وتعنى زيادة السيولة أن الشركات التى تحتفظ بأرصده ضخمة فى حسابات شيكية يمكن أن تحتفظ بارصدة أقل- أى أنها لاتحتاج للاحتفاظ بالنقود لدوافع الاحتياط. وعلى ذلك يمكن أن يحدث عدد أكبر من الصفقات على نفس القاعدة النقدية وترتفع المرونة. ومن الممكن أيضا أن تعطى الاصول المضافة لسوق الدولار الأوربى الناس ثروة أكبر، وعلى ذلك تؤثر على عادات انفاقهم.

وتعتمد آثار كل من الثروة والسيولة على كون الدولارات الأوربية إضافات جديدة لأصول العالم. وأصول العملة الاوربية يكن أن تكون بديلا للأصول الوطنية، فتختار شركة جنرال موتورز بنكا فى لندن بدلا من بنك أمريكى. لذلك فان الشرى الأمريكى يضع مدخراته فى سند بالعملة الاوربية مدته عشرون سنة بدلا من سند أمريكى مدته عشرين سنة . وهكذا تظل بعض السندات المحلية غير مباعة ولا تتوسع

الاصول الكلية. فى تلك الحالات، لاتتوسع السيولة ولا الثروة. ويجب أن يوجد بعض الدليل على وجود تغيرات صافية.

وكثير من الاسهم بالدولار الاوربى ذات فترات استحقاق قصيرة أقصر مما هو مسموح به فى الولايات المتحدة -شهادة لمدة ثلاثين يوما من الوديعة، على سبيل المثال، وودائع عند الطلب. وأدت التحسينات فى السوق الثانوية أيضا إلى زيادة السيولة. ويمكن القول بأنه لو أن المشترين فى تلك الاسواق جاءوا من أسواق اخرى، فان السيولة ربما تنقص فى مكان آخر. وقد يبدو ، رغم ذلك . انه عند التوازن تزيد سوق العملة الاوربية السيولة. ويلاحظ، على أية حال. ان سوق الدولار الاوربى يعتبر مجرد جزء من زيادة عامة فى السيولة وعدم استقرار تالٍ فى سيولة النقد.

ويمكن أن يظهر أثر الثروة لو أن الطرف الذى يحتفظ بنقوده فى حسابات جارية وضع تلك النقود فى حساب بالدولار الاوربى، مما يمكن النظام المصرفى من السماح لطرف آخر باستخدام الودائع الشيكية. والمودع الجديد بالدولار الأوربى يمكن أن يشعر أنه ثرى كما كان من قبل وفى نفس درجة السيولة، والمقترض الجديد، بحسابه الجديد، قدلايشعر أنه اكثر ثراء، بطبيعة الحال. ولكن الناس الذين دفع لهم يمكن ان يشعروا هكذا عندما يسحب المقترض حسابه الجارى وانتقلت النقود إلى مورديه وموظفيه. وعلى ذلك يمكن أن يكون هناك مجموعتان من الأطراف يشعرون أن نفس الوديعة كانت وديعتهم . ومرة أخرى، يمكن أن يحدث ذلك إذا كانت وديعة الدولار الاوربى بديلا للحساب الجارى . وليست بديلا لنقود قريبة أخرى

وفى ختام دراستنا لسوق العملة الأوربية تجدر الاشارة إلى أن استخدام اللقب الاستهلالى «يرو» Euro أصبح أمرا خاطئا . لأن [١]ممارسة قبول الودائع بالعملات الأجنبية قد انتشر من لندن وأوربا إلى أجزاء أخرى من العالم . فقد أصبحت منطقة البحر الكاريبى -مثلا- مركزا مهما لعمليات الدولار الأوربى فى نصف الكرة الغربى ،بينما أصبحت سنغافورة مركزا مهما فى آسيا . وبالرغم من ذلك فقد استمر استخدام اللقب الاستهلالى «يرو» فى معظم الكتابات التى تتناول هذه السوق بالدراسة.

(١) هدسون ،هرندر: العلاقات الاقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص ٣٧٢.

الفصل الخامس

مكانة الأسواق المالية الدولية

تمثل الأسواق المالية الدولية واحدا من الارتباطات القوية بين اقتصاديات العالم المختلفة ،وهى تمثل أهمية كبيرة وعاملا فعالا فى الاقتصاديات المتقدمة ، فهى تقوم بوظائف متعددة تساعد على زيادة كفاءة الاقتصاد. وهى عموما تتسبب فى قدر كبير من النشاط الاقتصادى والمالى داخل نطاق الاقتصاد العالمى، لاسيما أن حجمها قد ازداد بصورة كبيرة فى السنوات الأخيرة.

وبالرغم من الأهمية الكبيرة للأسواق المالية الدولية فإنه يلاحظ أنها تقوم بدور متواضع فى اقتصاديات الدول النامية ، مايعكس بدوره الدور الثانوى للدول النامية فى العلاقات الاقتصادية الدولية . وهذا الدور المحدود للدول النامية فى العلاقات الاقتصادية الدولية تعكس - بدوره- مشكلة عامة أكثر إزعاجا لهذه الدول ، ألا وهى المستوى المنخفض للرفاهية الاقتصادية والمتميز بمستويات دخل منخفضة جدا عن تلك السائدة فى الدول الصناعية المتقدمة.

أما عن الدول الاشتراكية المتحولة إلى الرأسمالية فكانت لها طبيعتها وخصائصها التى جعلت منها اقتصاديات مغلقة ، وبالتالى لم تسمع عن دور فعال للأسواق المالية الدولية فى الاقتصاديات الاشتراكية السابقة. أمافى فترة التحول إلى الرأسمالية ومابعدها فالأمر قد تغيرتماما بما يتناسب مع التطور الحادث.

أما عن الدول العربية والاسلامية فان تجربتها بالنسبة للأسواق المالية جديرة بالدراسة نظرا لماتتمتع به هذه الدول من مقومات تعين تماما على تنشيط دورالأسواق المالية ولكن يبدو أنه لم تتح بعد الفرصة كى يكتمل قيامها بالدور المنشود لها.

وعلى هدى ماتقدم سنناقش فى هذا الفصل المسائل السابقة وذلك على النحو التالى:.

المبحث الأول : مكانة الأسواق المالية الدولية فى الدول النامية.

المبحث الثانى : مكانة الأسواق المالية الدولية فى الدول الاشتراكية المتحولة إلى الرأسمالية.

المبحث الثالث: مكانة الأسواق المالية الدولية فى الدول العربية والاسلامية.

المبحث الأول

مكانة الأسواق المالية الدولية فى الدول النامية

من النتائج المباشرة والظاهرة للعولمة تكثيف عمليات المنافسة على المستوى الدولى ، مما يحتم على كافة الدول النامية ضرورة مراجعة نظمها المالية وغيرها من النظم حتى يتسنى لهذه الدول أن تستفيد من النتائج الايجابية للعولمة بدلا من أن تسحقها تماما.

ولاغرو فى أن سوق رأس المال التى تعمل بشكل جيد تزيد من كفاءة الاقتصاد. لذلك فإن خلق نظام جيد للأسواق والمؤسسات المالية يعد من المكونات الأساسية لأى اقتصاد ، إذ يساعد على تخصيص المدخرات لاستثمارات ذات عائد مرتفع . ويؤكد الواقع الاقتصادى العالمى أن الدول ذات النظم المالية المتطورة تنمو بسرعة أكبر واتساق أعظم من الدول ذات النظم المالية الضعيفة، فضلا عن أنها تكون أقدرعلى التكيف مع الصدمات الاقتصادية العالمية.

وتجدر الإشارة إلى أن نجاح اصلاح السوق المالية إنما يعتمد عموما على قوة النظام الاقتصادى والمالى عموما. وبالتالى فإن الجهود التى تبذل لاصلاحها لايمكن لهاأن تتقدم بمعزل عن تلك الاصلاحات الأخرى.

وعلى ذلك فإن وجود النظم والمؤسسات والأسواق المالية المتطورة يعد شرطا جوهريا لوجود أى نظام اقتصادى كفء. وبالتالى يظهر النقص الكبير فى الاقتصاديات النامية من هذه الناحية ، فهى تعانى من عدم وجود النظم والأسواق والمؤسسات المالية المتطورة.

ومن المعروف ان وجود الأسواق المالية يستلزم أولا وجود اقتصاديات قادرة على توفير مدخرات تتوجه نحو القيم المنقولة وغيرها من أوجه الاستثمار. والملاحظ فى

الدول النامية أن مستوى النمو فيها غير كاف وبالتالى مستوى الدخول المتاحة لايسمح بوجود مدخرات فائضة تتوجه بدورها للأسواق المالية.

لذلك يعد من الخصائص المميزة للدول المتخلفة [١] عدم وجود سوق متطورة للنقود ورأس المال.

وحتى إذا وجدت أسواق مالية فى الدول النامية فهى أسواق ناشئة وضعيفة فى بنيتها وحجمها وتنظيمها ووظائفها.

ولذلك -بلاشك- آثار متعددة على كافة جوانب الحياة الاقتصادية والمالية والاجتماعية والسياسية فى هذه الدول . كما أن أسلوب عمل النظام المالى فى الدول النامية أسلوب متخلف [٢] وعادة مايؤثر على الكفاءة الاقتصادية واعتبارات العدالة الاجتماعية.

كما أن [٣] الدول النامية لديها معدلات علاقات تمويلية متبادلة أقل من المعدلات السائدة فى أوربا وأمريكا الشمالية .كذلك فان تكلفة التمويل ، باقيها معدلات الفائدة والنفقات الأخرى أقل فى الدول المتقدمة تمويليا عن الدول الأقل تقدما، باستثناءات قليلة تعكس آثار التضخم.

وفى الاقتصاديات النامية غالبا مايحدث [٤] تداخل بين أساليب السياسة المالية والسياسة التمويلية، لذلك يلزم التنسيق بين السياسات المالية والتمويلية.

ويعتبر الكبح التمويلى [٥] ، وعدم التوازن فى سعر التبادل، وانحياز السياسة ضد الميزة النسبية فى التجارة الدولية قيودا متشابكة على التنمية.

---

(١) Musgrave (Richard A.):Fiscal Systems, New Haven and London, 1969,p.336.

(٢) Shaw : Financial Deepening ..., op.cit., p.10.

(٣) لمزيد من التفصيل أنظر:
Goldsmith: Financial Structure ..., op. cit., p.45

(٤) Shaw : Financial Deepening ...., op.cit., p.168.

(٥) Ibid, p.204.

ويضاف لماسبق أن هناك كثيرا من المشكلات المتعلقة بالأسواق المالية فى الدول النامية من أهمها[١]:

-قلة الوعى الاستثمارى فى الأوراق المالية.

- الافتقار إلى الخبرة والممارسة العملية فى هذا المجال.

- قصور الأطر التشريعية والمؤسسية.

- قصور الرؤية الرسمية الواضحة لدور هذه الأسواق فى الاقتصاد القومى.

كذلك من المعروف أن توزيع حافظة الأوراق المالية يعد حجر الزاوية بالنسبة للاستثمار، وفى الدول النامية هناك محدودية فى الخيارات المتاحة من الاوراق المالية وذلك بالنظر لطبيعة خصائص هذه الدول لاسيما فيما يتعلق بضعف النظام المالى فيها عموما. وأمام ماسبق فانه من الضرورى أن يضمن المستثمرون المحليون وجود نوع الاستثمار الذى يبحثون عنه والا فانهم سيتجهون للاستثمار خارج الاقليم أو أن يستخدم بطريقة غير ملائمة داخله. واستنتاجا مماسبق يتضح ان دور أسواق رأس المال فى تمويل التنمية الاقتصادية فى الدول النامية يكون ضعيفا للغاية نظرا لأن أسواق رأس المال فى هذه الدول تكون غير منظمة وغير متطورة بدرجة كبيرة. وتمايزكى أهمية دور الأسواق المالية الدولية فى الدول النامية أن من أهم مشكلاتها هو كيفية توظيف كل الموارد المالية لديها للوصول إلى أعلى درجة ممكنة من النمو الاقتصادى. ومن الملاحظ ان التنمية الاقتصادية فى الدول النامية[٢] لاتتوقف على ايجاد المجموعات المثلي من موارد معينة ، ومن عناصر معينة للانتاج بقدر ماتتوقف علي التقصى عن الموارد والقدرات التى قد تكون دفينة أو مبعثرة أو مستخدمة استخداما سيئا وحصرها من أجل أغراض التنمية. ولذلك تواجه أسواق رأس المال فى الاقتصاديات المتخلفة [٣]

---

(١) د.سليمان المنذرى: البيئة الاقتصادية لبورصات الأوراق المالية، كتاب الأهرام الاقتصادي ،العدد ٩٦ يناير ١٩٩٦ ،ص ٦.

(٢) البرت أ.هيرشمان: استراتيجية التنمية الاقتصادية ، ترجمة د. حسين عمر، دارالنهضة العربية ، ١٩٧ ، ص١٥.

(٣) Shaw : Financial Deepening ..., op,cit., p.76.

صعوبة فى الكشف عن فرص الاستثمار والتمييز بينها. كما أن[١] التمويل المباشر طويل الأجل دون اكراه للمدخرين نادر الوجود فى الاقتصاديات النامية. ولذلك فان انشاء سوق للأوراق المالية طويلة الأجل يعتبر [٢] أكثر تعقيدا وتحوطه المخاطر أكثر من حالة الائتمان قصير الأجل ، ان هذه الأسواق لاتتلائم مع الدول النامية . ان كل ماتحتاج اليه هذه الدول هو نظام آلي يمكن عن طريقه الاتجار في مختلف الأوراق المالية الحكومية بين كبار التجار والمشترين من وقت لآخر.

والأسواق المالية الدولية - شأنها شأن الظواهر الاقتصادية العالمية الأخرى كالشركات متعددة الجنسيات- تعكس وبحق الوضع المؤلم الذي يسود في دول العالم الثالث والذي يعلن عجزه الحقيقي عن مسايرة مثل هذه الظواهر. فلاتوجد أسواق مالية ذات بنية قادرة على المنافسة أو علي الأقل مسايرة الأسواق المالية الدولية ، بل أن هناك دولا لاتشجع على مثل هذه الأسواق.

وإذا كان معلوما أن الدول النامية لن تنمو إلا إذا تولت شعوبها وحكوماتها وأفرادها القيام بهذه المهمة عموما فانه في مجال الأسواق المالية الدولية والتثبيت المالى والمجالات المالية والاقتصادية عموما فلاخرج من [٣] امكانية الحصول على المساعدة الفنية والاستشارات السليمة من الوكالات المتخصصة مثل البنك الدولى. كذلك من الضرورى أن تؤسس الأسواق المالية فى الدول النامية على أساس الموجودات المألوفة فيها، لا على أساس الموجودات التى أدت أدوارا مهمة فى تنمية دول أخرى لها ظروف مختلفة. كذلك فان واجب الدولة يقتضيها أن تؤدى دورها الرئيسى فى تطوير الأسواق المالية المحلية وليساعدها في ذلك بنكها المركزى ، ان هذه المؤسسة الحكومية وحدها يمكنها بمالها من موارد وما تتحمله من مسئوليات أن تتحمل المخاطر التى تكمن فى زيادة السيولة فى الاستثمار داخل الاقليم.

وبالاضافة إلى المشاكل الموجودة فى الدول النامية بالنسبة للأسواق المالية الدولية فان هناك اختلافات فى المؤسسات العاملة فى سوق رأس المال الدولية ذاتها.

---

(١) Ibid, p.89.

(٢) نيفن: أرصدة رأس المال فى الدول النامية ، مرجع سابق ،ص ٥١.

(٣) ماكينون: النهج الأمثل لتحرير الاقتصاد ،مرجع سابق،ص ١٦٤.

. فالضمانات الحكومية - سواء فى الاقتصاديات المتقدمة التى تقدم القروض أو فى الدول المقترضة - قد تسببت في سوء توزيع رأس المال . وذلك للأسباب التالية(١):

١-لايرى المقرضون من القطاع الخاص فى البلدان الصناعية ، ولا المقترضون من القطاع الخاص فى البلدان الأقل تقدماً ، المخاطر التجارية الطبيعية . فكلاً من المشروعات الناجحة والفاشلة تتلقى نفس الضمانات الحكومية.

٢- تم تحرير البنوك التجارية في الاقتصاديات الصناعية من اللوائح المقيدة لمخاطر دخولهم مجال الإقراض الدولي مقارنة باللوائح الأكثر صرامة التى تحكم عملية الإقراض المحلى. هذه الفجوة التنظيمية الدالة على الإهمال كانت، جزئيا ،مصحوبة بنمو سوق العملة الأوروبية فى أواخر الستينيات، علاوة على ذلك فإن الهيئات العامة فى البلدان الصناعية ، مثل المؤسسة الفيدرالية للتأمين على الودائع بالولايات المتحدة تمنح البنوك التجارية حافزا لاداعي له للدخول في مخاطر في الجزء غير الخاضع للوائح من محافظ القروض ، دون أن ينتابها القلق على كيفية إدارة الودائع. وبالتالي،فإن البنوك التجارية قد سيطرت بالكامل على عملية الإقراض المحفوفة بالمخاطر الموجهة للبلدان الأقل تقدما. وتعد سيطرة البنوك التجارية على سوق رأس المال العالمية ، محصلة خاطئة للسياسات التنظيمية غير المتوازنة المتبعة فى البلدان الصناعية.

٣- أساسا ونتيجة لماورد في البندين السابقين انعدمت التنمية في السوق الطبيعية ، للسندات التأسيسية طويلة الأجل حيث يبيع المقترضون من البلدان الأقل تقدما، السندات أو الأسهم للمقرضين الأفراد في البلدان التي تتمتع باقتصاد أكثر رخاء.

ومن الواضح . ان سوق رأس المال الخاص ، وعلى مستوى العالم يبدو اليوم مختلفا تماما عما كان عليه قبل الحرب العالمية الأولى ، حين تم تمويل بناء السكك الحديدية الأمريكية والأرجنتينية بإصدار سندات طويلة الأجل بالجنية الاسترليني في لندن وتم تمويل مزارع الشاي والمطاط بتعويم الأسهم. وكان الإفلاس الهائل الذى يحدث ،لنقل فى مشروع السكك الحديدية يأتى بالخراب على حاملى السندات ، دون

(١) ماكينون : النهج الأمثل لتحرير الاقتصاد ، مرجع سابق ،ص ١٦٥-١٦٦.

أن يقوض من سيولة أي بنك كبير ، أو النظام النقدى ، وكانت أنشطة البنوك التجارية قاصرة على خصم أذونات التجارة قصيرة الأجل المصحوبة بقوائم مخزون سلعى يمكن تحديده أو سلع فى حالة ترانزيت ،وقامت البنوك التجارية بتظهير السندات (المحفوف بالمخاطر) أو تعويم الأسهم ،ووفرت بذلك في بعض الأحيان ،رأس المال مباشرة لمشاريع الاستثمار الأجنبية .

ويعتقد ماكينون أن السوق الدولية لرؤوس الأموال الخاصة فى التسعينات ينبغى أن تعود إلي شئ يقرب مماكانت عليه فى أواخر القرن التاسع عشر. وقد يحدث ذلك بشكل طبيعى إذا استبعدت الضمانات الرسمية للائتمان الخاص، وتم تحجيم التأمين على الودائع وحققت الأنشطة المحلية والدولية للبنوك التجارية توازنا أفضل فى شروط خسارة القرض المنصوص عليها فى العقود ،ومنع توجيه الإقراض المكثف إلى مقترض واحد (أو ضامن) أو ما شابه ذلك . وفى البلدان الصناعية لاينبغى على البنوك التجارية وهى التى تعد بمثابة الحامية للنقد الوطنى ، ولآلية المدفوعات الدولية- أن تتورط فى النشاط المحفوف بالمخاطر ، والمتمثل فى الإقراض طويل الأجل.

وعلى عكس ماحدث فى القرن التاسع عشر، أضحى فى إمكان الوكالات الرسمية مثل البنك الدولى وصندوق النقد الدولى أن تلعب دوراً مهماً لتلك البلدان التى ظلت تمثل مخاطر ائتمانية هزيلة ، فى حالة وعند اطلاق حرية التدفقات الدولية الخاصة. وتظل المساعدة الفنية للبنك الدولى وعمليات دعم المشاريع طويلة الأجل للبلدان الفقيرة أموراً لاتقدر بثمن ، وكذلك دور صندوق النقد الدولى كمعالج للأزمات الدولية، على أساس أقصر أجلاً. فكلاهما يكمل فى هدوء عملية تطور السوق الدولية النشطة طويلة المدى فى السندات والأسهم التى غابت عنها كثير من البنوك التجارية التى تقبل الودائع.

ولاشك ، أن استبعاد البنوك التجارية من السوق الدولية لرأس المال طويل الأجل ، لايمكن تحقيقه على الفور. فالدين المعلق الحالى للدول الأقل تقدماً، دين يبلغ من الضخامة حداً يجعل البنوك هى الجهة الوحيدة القادرة- التى لديها مصلحة مباشرة- على إعادة تمويله .فإذا كان الأمركذلك ،فلا داعى لانتراض ضمنى بأن البنوك التجارية عليهاأن تسيطر على سوق رأس المال الدولية فى التسعينيات كما حدث فى السبعينيات ، ولتجنب أية انتكاسات جديدة ، وعودة حلقة الإفراط فى الإقراض من

جانب البنوك كماحدث فى السبعينيات، لامناص من إجراء تغييرات جذرية فى لوائح تنظيم البنوك.

لقد كان متصورا أن يكون مسار العلاقات الاقتصادية الدولية خادما للدول كلها سواء منها المتقدمة أم المتخلفة ولكن بات واضحا للعيان أن طبيعة هذا المسار أصبحت تعمق الفجوة بين الدول المتخلفة والمتقدمة بدلا من أن تضيقها.

المبحث الثانى

مكانة الأسواق المالية الدولية

فى الدول الاشتراكية المتحولة إلى الراسمالية

اتساقا مع خصائص الاقتصاديات الاشتراكية فقد كان النظام المصرفى (١) فى الدول ذات الاقتصاديات الاشتراكية الموجهة مركزيا سلبياً تماماً ،حيث يتم توفير القروض بدون فوائد أو بأسعارفائدة غيرمجزية وبشكل آلى ، طالما أن ذلك من شأنه الوفاء بالتزامات الخطة.

غيرأن تغيراً مثيراً للدهشة طرأ فى منتصف الثمانينيات على أيديولوجية التنمية الاقتصادية التى كانت مسيطرة على الساحة ذات يوم. ففى خضم التيارات الفكرية التى اعتركت داخل سوق الاقتصاد فى أواخر السبعينيات ، لم يستطع سوى قلة من الناس التنبؤ بانتصار مبدأ التحرر الاقتصادى اللامركزى انتصاراً ساحقاً بحلول التسعينيات على مبدأ الاقتصاد الموجه والسيطرة.

ولم يظهر ذلك التحول الذى حدث فى الفكر الاقتصادى، حتى ولو لم يحدث على مستوى الممارسة الاقتصادية حاليا فى أى مكان، بأوضح مما ظهر عليه فى اقتصاديات الدول الاشتراكية ذاتها، التى تعتنق مبدأ الاقتصاد الموجه. ففى أوائل الثمانينيات، حققت حركات الاصلاح الزراعى فى جمهورية الصين الشعبية نجاحا أوليا هائلا، حيث تم تأجير أغلب الأراضى الخصبة لأسر الفلاحين لمدد طويلة، فزاد نتاج المزرعة الواحدة إلى الضعف تقريبا، وبعد عام ١٩٨٥ ظهر مفهوم البيريسترويكا - الصيغة السوفيتية للتحرر الاقتصادى. غير أن السوفيت أخفقوا فى المحافظة على

(١) Golsmith: Financial structure..., op.cit,pp.31-33.

السيطرة المالية مما أفضى إلى إخفاق اقتصادى كان من شأنه الإسراع بالاتحاد السوفيتى نفسه نحو مصيره المحتوم. وهكذا اتضحت للعالم الخارجى بشكل أو بآخر ما أصبحت عليه الأمور من سوء فى ظل الاقتصاد الموجه.

وعندما تبدأ الاقتصاديات الاشتراكية رحلتها فى ظل نظام مصرفى ذى مركزية هائلة لكنه سلبى ومملوك للدولة، فإن عليها[1] أن تتحرك بقوة فى بدء عملية التحرير، لتدعيم نظام المال والائتمان الخاص بها. وعلى تلك الاقتصاديات أن تجعل أسعار الفائدة إيجابية حسب الأسعار الواقعية سواء للمقترضين أو للمودعين، وأن ترغم المؤسسات المستدينة لأجل مسمى على سداد التزاماتها، وأن تحد فى صرامة من تدفق الائتمانات الجديدة حتى يثبت مستوى الأسعار. أما لو سارت الأحوال المالية فى طريق الفوضى، وقد صاحبها ضغط التضخم أو مخاطر أخلاقية عظيمة فى تقديم البنوك للقروض مثل عدم سداد القروض السابقة، فإن المؤسسات المتحررة حديثا يتعين أن تعمل بدون ائتمان من النظام المصرفى حسب المثال الصينى. وما لم تثبت الأحوال المالية، فإن من الخير للشركات اللامركزية سواء الصناعية منها أو الزراعية أن تعتمد اعتماداً رئيسياً على «التمويل الذاتى» وعلى الاقتراض من مصادر تمويلية غير نقدية وعلى توسيع المشاركة بالأسهم فى المؤسسة ذاتها.

ويرتبط بموضوع الأسواق المالية الدولية موضوع قابلية العملة للتحويل. فيجب أن تكون عملة الدولة قابلة للتحويل بحرية إلى عملات أخرى إذا كان للأسعار المحلية أن ترتبط بالأسواق الخارجية وتنظم بواسطتها، فالمرء لايستطيع أن يقارن تكلفة سيارة فى روسيا بسيارة فى مصر إذا لم تكن عملة روسيا قابلة للمبادلة الحرة بعملة مصر بسعر صرف يحدده السوق.

والمعروف أن الدول الاشتراكية[2] لم تكن تسمح بالتبادل الحر لعملاتها بعملات أخرى. والضوابط الحكومية على مبادلة النقد الأجنبى سمحت للحكومة بتثبيت قيمة رسمية لسعر الصرف للعملة المحلية كان بعيدا دائما عن القيمة الحقيقية للسوق. نتيجة لذلك، فإن الأسعار الدولية عجزت عن تحقيق غرضها فى زيادة انتاج السلع التى يستطيع البلد أن ينتجها بأسعار رخيصة نسبيا وزيادة فى الواردات من السلع التى يمكن انتاجها بسعر أرخص فى بقية أنحاء العالم.

---

(١) ماكينون النهج الأمثل لتحرير الاقتصاد، مرجع سابق ، ص ٢٠-٢١.

(٢) Boyes & Melvin: Economics,op.cit., pp.1020-1021.

وحيث أن المواطنين السوفيت لم يكونوا قادرين على شراء السلع الأجنبية (كل التجارة الخارجية كانت فى يد الدولة) فإن سعر الصرف الرسمى لم يكن ملائما بدرجة كبيرة.

وعلى أية حال، فإن غياب التجارة الحرة في الروبل الذى كان قابلا للتحويل الى دولارات كانت تعني أنه لاتوجد طريقة لتحديد أى السلع يستطيع الاتحاد السوفيتى إنتاجها بسعر أرخص من الدول الأخرى. وعدم وجود معلومات عن التكلفة النسبية جعل التخصص طبقا للميزة النسبية مهمة صعبة. وإذا عجز البلد عن تحديد أى السلع يمكن أن ينتجها بشكل أرخص من السلع الأخرى، فلن يعرف أى السلع يجب أن يتخصص فى انتاجها.

والملاحظ على الساحة الدولية أنه ما أن يجرى بلد ما إجراءات استقرار، وبرنامج تحرر ناجح، حيث ترتفع ربحية الاقتصاد على نحو مفاجئ، حتى يحاول المقرضون الأجانب انتهاز الفرصة وزيادة أسهمهم الدائنة لهذا الاقتصاد المتحرر حديثا. وهذا الإغراق برؤوس الأموال الأجنبية أمر ممكن، حتى فى حالة التحرير الخالص للتجارة، عندما لايحدث استقرار نقدى كبير فى نفس الوقت. ولكن عندما يكون هناك استقرار مالى كبير، تحرك فيه البلاد أسعار الفائدة من قيم متدنية إلى قيم أعلى، كما فعلت كوريا الجنوبية[1] فى منتصف الستينيات، أو عندما تزيل سقوف سعر الفائدة جميعها كما حدث فى شيلى فى أواخر السبعينيات، فإن تدفق رؤوس الأموال يزداد ويزداد إلى داخل البلاد.

والتوقعات المبدئية للربحية فى المستقبل قد تكون خاطئة، فالناس ينظرون إلى سعر الصرف الحقيقى وأسعار الفائدة فوراً فى أعقاب الإصلاح، ويعتبرونها سارية إلى أجل غيرمسمى. كما ينظرون الى الربحية بأفق ضيق كأفراد مقرضين ومقترضين، غير واضعين فى الاعتبار ما يحدث إذا انتقلت كل تلك الأموال الأجنبية دفعة واحدة. وما يبدو مربحاً لأى منهم اليوم قد يصبح أقل إدراراً للربح فى غضون سنوات قلائل.

ولكن الناس يجب أن يكونوا قادرين على التنبؤ بمسلك الاقتصاد، وأن يفهموا كيف أن سعر الصرف الحقيقى سوف يقلب ظهر المجن للمصدرين مع زيادة تدفق رأس المال إلى داخل البلاد على مستوى الاقتصاد الشامل. غير أن هذه كانت بمثابة تجارب

---

(١) ماكينون : النهج الأمثل لتحرير الاقتصاد ، مرجع سابق ،ص ١٦١.

العمر للكوريين الجنوبيين فى الستينيات وللشيليين فى السبعينيات وبالنسبة لأغلب المقرضين الدوليين فى الحالتين. فالأفراد ليسوا عادة بعيدي النظر بدرجة كافية حتى يتوقعوا ما سيحدث للتوازن الاقتصادى العام فى المستقبل.

ولاتزال تلك المشكلة حادة حتى يومنا هذا، حيث يكون التدفق المالى إلى البلدان الأقل تقدماً قصير المدى، رغم أنه قد يمول مشروعات أطول عمراً. وعندما يبدأ سعر الصرف الحقيقى فى إدارة ظهره للمصدرين وعند المنعطف تماماً، يلزم رد التمويل قصير المدى مرة أخرى. ونظراً لأن تلك الحالة من قصر النظر تسود فى سوق رأس المال الدولية، فإن هناك فرصة كبيرة لعمل ما حاولت الحكومة الشيلية عمله، وهو بالتحديد استبعاد القروض قصيرة المدى، والسماح بالاقتراض لأجل بعيد. إلا أن الحكومة لم تكن صارمة بما يكفى لمنع تراكم الديون قصيرة الأجل على القطاع الخاص الشيلى، وفى خفض أسعار الفائدة للحد من المخاطر الأخلاقية، فى عمليات التسليف من البنك الوطنى.

أضف إلى ذلك علمنا أن كل مقترض فى أى سوق لرأس المال الخاص يواجه منحنى عرض بالتمويل، يرتفع تدريجياً. والواقع أن هذا لا يمثل خللا بالمعنى المفهوم، إذ كلما كبر حجم المبلغ المقترض، ازداد معدل المخاطرة فى القرض. ومنحنى العرض ذو الارتفاع التدريجى الذى يفرضه مقرضو القطاع الخاص، يعكس على نحو دقيق ازدياد المخاطرة من جانب المقترض مع ازدياد تعرضه لانكشاف وضعه المالى.

وبالتأمل فى عالم السبعينيات والثمانينيات الذى ضمنت فيه الحكومات كافة حركات الائتمان. فالحكومة المضيفة للبلد المقترض تضمن الائتمان الأجنبى الخاص، سواء بصورة رسمية أو غير رسمية. فى البلاد المقترضة توجد بنوك رسمية للصادرات والواردات وتأمين الودائع بالبنوك التجارية. وبالتالى لم يواجه منحنى العرض العادى بالتمويل الذى يرتفع تدريجيا المقترضين الأفراد بالقطاع الخاص فى العالم الثالث خلال هذين العقدين من التراكم الهائل للديون الخارجية. ونظراً للضمانات الحكومية التى تدخلت فى الأمر، فقد أمكن لهم الاقتراض بسعر فائدة أساسى.

لقد كان هناك دافع أبعد فى غير محله للاقتراض المفرط من القطاع الخاص فى سوق رأس المال الدولية بتلك البلدان، التى ظلت ترزح تحت عبء نظمها المالية المحلية المنغلقة إلى حد ما. لقد خلق التضخم المتواصل مع ضريبة الاحتياطى المحلية، فارقاً

بين أسعار الفائدة المحلية على كل من الودائع والقروض. وفى غياب ضرائب احتياطى مشابهة على حركات تدفق رأس المال الأجنبى إلى داخل البلاد، تتجه الشركات المحلية للاقتراض من الخارج، دون وجود دوافع طبيعية لذلك.

فإذا جمعت كل مواطن الخلل هذه- من ضمانات القروض الحكومية وظاهرة فارق السعر - إلى ضيق الأفق الشامل فى حساب الربحية المستقبلية للاقتصاد، فإن تدفقات رأس المال إلى داخل البلاد من قبل المقترضين المنتمين الى القطاع الخاص تزداد أكثر فأكثر مواكبة للتحرر الاقتصادى (الجزئى). ولقد كان حجم المغالاة فى الاقتراض بالطرف الجنوبى من أمريكا الجنوبية فى السبعينيات أكثر منه فى كوريا الجنوبية فى منتصف الستينيات مع محاولة استيعاب قدر كبير من رأس المال الأجنبى بسرعة كبيرة فى كل حالة.

ولذلك نصحت الدول الاشتراكية المتحولة إلى الرأسمالية خلال فترة التحرير بوضع ضوابط صارمة علي التدفق النقدى الذى تزداد حركته فجأة للقروض قصيرة الأجل إلي داخل أوخارج البلاد.

والمشاهد على الساحة الدولية أن الدول النامية (١) التى أسرعت بالخصخصة قد شهدت نموا فى رسملة البورصة أسرع بكثير مما شهدته البلدان التى تباطأت فى الخصخصة. ويصدق هذا أيضا بالنسبة للدول التى تمر بمرحلة انتقال: فرسملة سوق الأوراق المالية أكبر بالنسبة إلى الناتج المحلى الاجمالى فى البلاد التى تنفذ برامج خصخصة كبيرة مثل روسيا والجمهورية التشيكية والجمهورية السلوفاكية. ورغم ذلك فنشاط التداول وأسعار الأسهم أدنى بكثير بصفة عامة بين بلدان الخصخصة على عمق واسع عنها فى بلدان أخرى، ويرجع ذلك، الى حد لأن الطلب منخفض والمؤسسات ضعيفة. والصين، ما لديها من خصخصة محدودة، استثناء ملحوظ، مع ارتفاع فى حجم التداول يرجع، فى جزء منه، الى المضاربة.

وسوف يتطلب تعزيز الطلب الداخلى على الأوراق وزيادة تداولها، سياسات اقتصادية كلية مستقرة بزيادة المدخرات وكذلك ظهور مستثمرين مؤسسين مثل صناديق المعاشات الخاصة وشركات، وسوف يلزم أيضا أن يزيد صانعو السياسات من المقرضين والمستثمرين، خاصة حملة أسهم الأقلية، أن يعاقبوا، بشدة، التدليس وغيره من الجرائم

---

(١) تقرير عن التنمية ١٩٩٦، مرجع سابق،ص ١٤٠-١٤١.

التى ارتكبها أصحاب الياقات البيضاء. ويمكن أن تساعد متطلبات الإفصاح المعزز عن البيانات على تنمية أسواق رأس المال تماما كما عززت الأحكام الخاصة بالافصاح فى الشركات لعام ١٩٠٠ الأسواق فى المملكة المتحدة، رغم أن كثيرا من الاقتصاديات التى تمر بمرحلة انتقال تقدمت تقدما كبيرا فى سن قوانين عصرية للأوراق المالية، ان قلة منها نجحت فى انفاذها، حيث ان مؤسسات الاشراف مفتقدة غالبا. وكانت هناك حالات كثيرة من التدليس الصريح، مثل مشروع كاريتاس فى رومانيا. ولايزال كثير من الدول التى تمر بمرحلة انتقال تفتقر الى أطر فعالة للتداول وخدمات مالية مساندة.

ولدى تنمية وتحسين القواعد والمؤسسات تحتاج البلدان لتحقيق توازن بين نهج التحرك من أعلى - لأسفل، حيث تنفذ الحكومة بالمبادرة نهج التحرك من أسفل - لأعلى، حيث أن العرض والطلب يخلقان ضغوطا من أجل الأنماط التى تحتاجها البلدان من الأسواق والقواعد والمؤسسات التى تحكمها. ويمكن أن تفرز الاستراتيجيات التى تتحرك من أعلى - لأسفل معايير أعلى لكنها تخاطر بالمبالغة فى تنظيم وقد تعجز عن الوفاء بالاحتياجات الحقيقية للأسواق. بالمعايير فى كثير من بلدان أوروبا الوسطى والشرقية، على سبيل المثال، مرتفعة نسبيا ولكن سندات الحكومة وحدها وبضع عشرات من الأوراق المالية يتم تداولها بنشاط. ويكون هذا مرجحا بشكل خاص عندما يتم تطوير البنية الأساسية أسبق من الطلب أو العرض. وعلى سبيل المثال، نقدمت ألبانيا قانونا لأسواق رأس المال جيد الصياغة، ولكن أسواق رأس المال لديها لا تعمل بعد، بسبب الافتقار الى بنوك قوية ومستثمرين مؤسسين ومحاكم تؤدى وظيفتها ومحامين مؤهلين ولجنة تنظيمية مزودة بكفاءات. والنهج التى تسير من أعلى - لأسفل مثيرة للمشاكل بشكل خاص، حيث إن غالبية البلدان تحتاج تحولا سريعا فى الطريقة التى تدار بها المؤسسات - من خلال الخصخصة الواسعة النطاق وبرامج أخرى - وهذا يمكن أن يبطئه الافراط فى التنظيمات.

ويمكن أن يكون للنهج الذى يسير من أسفل - إلى أعلى ميزات. وتبين التجربة فى الاقتصاديات التى تمر بمرحلة انتقال وفى غيرها أن المؤسسات والقواعد الأكثر فاعلية تتجه الى النمو عندما تسبق خطى الطلب والعرض، أكثر منها عندما تتخلف عنها أو تتقدمها بالكاد. وهناك دليل أيضا على أن المشاركين من السوق، الذين يسعون الى حماية مصالحهم الخاصة، يميلون الى تنظيم أنفسهم بأنفسهم من خلال الرصد المتبادل، خاصة عند تداول أحجام كبيرة. وفي روسيا أدخل نظام للتداول الفورى

للأوراق المالية وقواعد تحكم التداول لأن السماسرة أدركوا أنه من مصلحتهم اقتسام المعلومات مع الآخرين والاتفاق على معايير مشتركة. ولكن النهج الذى يسير من أسفل - لأعلى يتطلب دورا مساندا تقوم به الدولة، خاصة فى تعزيز المؤسسات اللازمة وفى فحص قواعد اللعبة، لكنه لا يخاطر بخنق سوق وليد. والصين مثال على التنمية التنظيمية من أسفل - لأعلى: فظهور أسواق إقليمية للأوراق المالية حث المنظمين الإقليميين على صياغة القواعد الخاصة بهم، أولا، وهى التى أدمجت، بعد ذلك، فى اطار تنظيمى وطنى شامل.

ويمكن أن يكون الطلب الأجنبى مفيدا بشكل خاص فى إعلاء المعايير وزيادة الثقة. ويحفز مستثمرو الحوافظ الأجنبية تحسينات البنية الأساسية لأنهم يطلبون أوصياء وأمناء ومراجعين ونظم مدفوعات مصرفية جيدة - وهى وظائف الوكالة المفتقدة فى كثير من الاقتصاديات التى تمر بمرحلة انتقال. وفى روسيا مثلا، اشترت شركة بريطانية ٢٠ فى المائة من أسهم شركة ألومنيوم، ولكن ادارة الشركة ألغت ملكيتها للإسهم بعد ذلك.

وقد أظهرت فترة الانتقال أوجه الضعف الشديد فى البنوك الموروثة. وأصبح كثير من القروض[١] فى أوروبا الوسطى والشرقية وفى الدول المستقلة حديثا، ديونا معدومة عندما تعرض عملاؤها التقليديون، منشآت الدولة، للمنافسة. وخلال المراحل المبكرة من الإصلاح استمرت بنوك كثيرة فى تقديم قروض جديدة لمشروعات غير مربحة. وكانت الديون وفوائدها يتم تأجيل سدادها مما يزيد بصورة مثيرة رصيد البنك من الديون التى ليس لها مردود - والتى مثلت فى بعض الأحيان معظم محافظها - وتستبعد المقرضين الجيدين. وحتى فى الصين، حيث تسارع النمو الاقتصادى وحيث كانت فوائد القروض أقل من معدل التضخم فإن ٢٠ فى المائة من القروض معترف بها رسميا قروض ليس لها مردود. وفى النهاية نضبت هذه التدفقات المالية من البنوك الى المنشآت مع رسوخ التثبيت تقريبا فى دفة بلدان أوروبا الوسطى والشرقية وكثير من الدول المستقلة حديثا. وفى بعض البلدان تسببت معدلات الاقتراض الحقيقية فى تحويلات صافية (الإقراض الجديد الصافى ناقصا مدفوعات الفائدة الحقيقية) من المنشآت الى البنوك، بدلا من العكس. وفى كثير من الدول المستقلة حديثا ركد تدفق الموارد إلى المنشآت، ببساطة: استمر تأجيل سداد القروض القديمة ولكن لم يبرم إلا

(١) تقرير عن التنمية ١٩٩٦، مرجع سابق،ص ١٢٩.

القليل من القروض الجديدة، ولذلك فإن التحويلات الصافية فى أى من الاتجاهين كانت ضئيلة جدا، وفى المقابل، ففى الصين سمحت المدخرات الأسرية المودعة لدى البنوك بأن تستمر التحويلات الصافية الكبيرة الى المنشآت.

لقد اقتصر دور بنوك كثيرة فى أوروبا الوسطى والشرقية والدول المستقلة حديثا على تمويل التجارة وبعض من رأس المال العامل حتى أن اسهاماتها فى مجمل استثمارات المنشآت كانت اسهامات سالبة أو منعدمة. ويعكس العزوف شبه الشامل عن الإقراض للاستثمار، جزئيا، ضغوط التثبيت، لكنه يعكس أيضا الإدراك المتزايد من جانب البنوك لكل من مخاطر الإقراض وغياب الوسائل الفعالة لاستيفاء الديون، ورغم أن الإقراض من البنوك بدأ يستعيد عافيته وطالت آجال الاستحقاق فى بعض الاقتصاديات الأكثر تقدما على طريق الإصلاح، ففى معظم البلدان كانت فرصة التمويل من البنوك المتاحة للشركات الجديدة ضئيلة، وإذا توفرت فلآجال استحقاق قصيرة للغاية، وتوافر فرص للحصول على تمويل بامتيازات وهو ماتزال المنشآت الكبيرة للدولة تتمتع به فى بلدان كثيرة هو أيضا عائق مالى آخر أمام ظهور شركات خاصة جديدة.

لقد تأثر تطور النظم المالية تأثرا كبيرا بوتيرة الإصلاحات القانونية. وإصلاحات المشروعات. وتعتمد البنوك على النظام القانونى، بما فى ذلك إجراءات استيفاء الضمانات والإفلاس لفرض مطالبها وأداء دورها فى رصد الشركات. وتتطلب أسواق رأس المال قوانين للشركات تحدد حقوق حملة أسهم الشركات المساهمة والمنشآت محدودة المسئولية وتسمح لهم بأن يمارسوا تأثيرهم على الإدارة. وهناك حاجة لمزيد من التقدم فى هذه القوانين الاقتصادية وغيرها لزيادة فاعلية النظم المالية واصلاح المنشآت، بما فى ذلك الخصخصة ودخول شركات خاصة جديدة لميدان الأعمال، مطلوب لحل مشكلة القروض المعدومة وخلق فرص اقراض جديدة. وتولد الشركات الأفضل، أيضا، طلبا على خدمات مصرفية أفضل وتدفع بهذه الكيفية التقدم المؤسسى. وتتصف قوى الطلب بالتو فى بلدان أوروبا الوسطى والشرقية والدول المستقلة حديثا وأدت الى تحسينات كبيرة.

وإذا أخذنا النظام المالى المتغلق على علاته[1]، فإن التكلفة الاجتماعية لإنشاء وكالة ائتمان خاصة اضافية قد تكون جديرة بالاهتمام إذا كانت الفجوة المطلوب ازالتها

(١) ماكينون: النهج الأمثل لتحرير الاقتصاد ، مرجع سابق، ص ٧٤ . ٧٥.

على درجة كافية من الأهمية على المستوى الاقتصادى الشامل، ونظراً لعدم وجود سوق منظمة لرأس المال مفتوحة للمقترضين الجديرين، فقد تجد الحكومة نفسها مضطرة لفتح خطوط ائتمان جديدة موجهة لأغراض خاصة عند ظهور عملاء جدد.

وفى حالات معينة أصبح الائتمان الزراعى (حالة نيكاراجوا) فى حكم الهبات بعد أن صار من غير المحتم سداد الديون المباشرة أو غير المباشرة للبنوك. فقد تم تأميم البنوك التجارية وأنشأت شركات تجارية حكومية لشراء المحاصيل الزراعية وبيع مستلزمات الزراعة للمزارعين. وقامت هذه الشركات بتوفير الائتمان من أجل الانتاج والتخزين والتسويق للمحاصيل الرئيسية كالبن والقطن والانتاج الحيوانى والبقول والأرز وغيرها. ونظرا لأن الاستمرار قريبا من حالة التضخم العارم أفضى الى خفض القوة الشرائية للكوردوبا Cordoba من أسبوع لآخر، فإن القروض التى حددت بالكوردوبا فى لحظة ما (بسعر فائدة إسمى متواضع) أصبحت فى واقع الأمر عديمة التكلفة بالمقاييس الحقيقية إذا سددت بالكوردوبا الإسمية بعد عدة أشهر. وبالاضافة لذلك، فإنه حتى القروض الزراعية الإسمية تم الإعفاء منها بالكامل فى ابريل ١٩٩٠. وقد تلت ذلك فى أواخر عام ١٩٩٠، محاولات لربط القروض الزراعية بالدولار الأمريكى (من أجل معادلة الانخفاض المستمر فى قيمة الكوردوبا)، وقد أدى ذلك الى التوقف تماماً عن سداد الديون. ولا غرو أن المخاطر الأخلاقية فى مجال الإقراض المصرفى قد أصبحت شديدة الوضوح بحيث أصبح المزارعون يعاملون الائتمان، ومازالوا يعاملونه، على أنه مدفوعات الرفاهية وليس باعتباره تعاملا تجارياً.

وفى الدول الصناعية ذات الأسواق المالية المتطورة، فإن السياسة النقدية تستهدف غالبا تغيير أسعار الفائدة لتغيير الطلب الكلى. على سبيل المثال، عندما تهتم السلطات النقدية بمشكلة التضخم، يبطئ نمو النقود وترتفع أسعار الفائدة. وارتفاع أسعار الفائدة يؤدى الى تقليل انفاق الاستثمار والاستهلاك وينخفض الطلب الكلى (أو على الأقل يقل نموه)، أو يقل الانفاق الجماعى فى الاقتصاد.

وفى النظام الاشتراكى[1] الذى بدأ التحول توا الى الرأسمالية، كانت الأسواق المالية غير مهيأة جيدا، حيث إن الدولة فى ظل الاشتراكية كانت تنظم أسعار الفائدة وتقيد فرص الادخار والاقتراض بالنسبة للمواطنين. وكانت التغيرات التى طرأت على عرض النقود ذات أثر قليل أو لا أثر لها على أسعار الفائدة. وعلى ذلك، فإن دور

(١) Boyes & Melvin: Economics, op.cit,p. 1021.

السياسة النقدية فى ضوء معدلات النمو النقدى يجب أن يكون هو الابقاء على انخفاض مستوى التضخم. وأى آثار أخرى للنمو النقدى على الاقتصاد يحتمل أن تكون ذات أهمية ثانوية حتى تحدث تطورات أخرى للاقتصاد.

وفى ظل الاشتراكية، فإن الائتمان غالبا ما كان يمتد للمشروعات على أساس الارتباطات السياسية أو أفضليات المخطط المركزى. أما فى اقتصاد السوق فإن الائتمان يتم على أساس القدرة الانتاجية. فالشركات التى تبشر بتحقيق أرباح كافية لتسديد ديونها يجب أن تحصل على ائتمان أكثر مما تحصل عليه الشركات ذات الأمل الضعيف فى المنافسة و الربحية.

المبحث الثالث

مكانة الأسواق المالية الدولية

فى الدول العربية والاسلامية

يميز الأمة العربية والاسلامية عن سائر الأمم أنه يتوافر لها كل مقومات الأمة الواحدة من : وحدة الدين واللغة والتاريخ والمكان والمصالح والعادات والتقاليد.. والثابت أن الإسلام كله دعوة للتضامن بين أبناء المجتمع والمساندة فيما بينهم سواء أكانوا أفرادا أم جماعات، حكاما أم محكومين، على مستوى الدولة الواحدة أم على المستوى الدولى، ويدفعهم لذلك شعور وجدانى عميق ينبع من أصل العقيدة الاسلامية . ليعيش الفرد فى كفالة الجماعة ، وتعيش الدولة فى كفالة المجتمع الدولى ويتعاون الجميع ويتضامنون لايجاد المجتمع الانسانى الأفضل.

يقول سبحانه وتعالى مبينا طبيعة الأمة الإسلامية: (١)

« ان هذه أمتكم أمة واحدة وأنا ربكم فاعبدون»

ويقول سبحانة (٢)« إنما المؤمنون إخوة»، ويقول جل فى علاه (٣) « والمؤمنون والمؤمنات بعضهم أولياء بعض».

(١) سورة الأنبياء: ٩٢

(٢) سورة الحجرات : ١٠

(٣) سورة التوبة : ٧١

ويقول سبحانه (١) :« محمد رسول الله والذين معه أشداء على الكفار رحماء بينهم »، فالأية دعوة للرحمة بين المسلمين وليس العكس كمانري فى الواقع المعاصر.

ويقول سبحانه (٢) « والذين آمنوا من بعد وهاجروا وجاهدوا معكم فأولئك منكم وأولو الأرحام بعضهم أولي ببعض فى كتاب الله، ان الله بكل شئ عليم».

ويقول صلي الله عليه وسلم مؤكدا على طبيعة هذه الأمه (٣) « المؤمن للمؤمن كالبنيان يشد بعضه بعضا ».

ويقول صلى الله عليه وسلم (٤) : « من كان عنده فضل ظهرفليعد به على من لاظهر له، ومن كان له فضل زاد فليعد به على من لازاد له . قال أبو سعيد فذكر رسول الله من أصناف المال ما ذكر حتى رأينا أنه لاحق لأحد منا فى فضل ». وإجمالا يمكن القول بأن هذا الدين الحنيف كله دعوة للتضامن والترابط والوحدة.

والملاحظ -بوضوح وجلاء- على المستوى الدولي أن معظم الدول ترتبط فيمابينها بعلاقات متعددة اقتصادية ومالية واجتماعية وثقافية ...... وهى دول قد لايتوافر فيما بينها مقومات الأمة الواحدة . لذلك فالأولى بالدول العربية والاسلامية -أمام ذلك- وهى دول تدين بدين واحد ويتوافر لهاكل مقومات الأمة الواحدة أن توثق علاقاتها الاقتصادية والمالية ...... وغيرها على نحو أكثر فعالية حتى يتهيأ لها أن تقوم بالدور المنشودلها فى ريادة العالم. ان الإسلام دائم النداء للأمة الاسلامية يذكرها بالقيم التى ينبغى أن تحرص عليها، وتضحى من أجلها، ويهيب بها الالتزام والسيرعلى هدي مبادئه الكريمة القويمة .

وباستقراء واقع الدول العربية والاسلامية يتضح بجلاء أنه يتوافرلها كل مقومات الأسواق المالية الناجحة ،فيتوافر فيها كميات كبيرة من رؤوس الأموال القابلة للإقراض ، فقد جاء في تقرير (٥) مناخ الاستثمار فى الدول العربية لعام٩٥/١٩٩٦

(١) سورة الفتح : ٢٩.
(٢) سورة الانفال : ٧٥.
(٣) النووي: رياض الصالحين ، مكتبة الكليات الأزهرية ، جـ١ ، ص ١٥٣ (الحديث متفق عليه).
(٤) رواه مسلم ، المرجع السابق جـ١ ، ص٢٩٠.
(٥) جريدة الأهرام في ١٦ أكتوبر١٩٩٧.

والذى أصدرته المؤسسة العربية لضمان الاستثمار-أن حجم الاستثمارات العربية فى الخارج يبلغ ٧٥٠ مليار دولار حتى عام ١٩٩٥ (١)، بينمالاتمثل الاستثمارات العربية فى الداخل سوى نسبة ١٪ من هذه الأموال المهاجرة وهى نسبة ضئيلة جداً رغم تحسن مناخ الاستثمارفى الدول العربية بشكل ملحوظ.

ويتوفرللدول العربية والاسلامية أيضا الركن الثانى وهو وجود امكانات استخدام رؤوس الأموال ، أى توافر فرص استثمارية كافية فى الدول العربية والاسلامية. فهناك مجال كبير للاستثمار الزراعى فى السودان ،كما أن هناك فرصا كثيرة للاستثمار الصناعى فى مصر ودول المغرب العربى، كذلك فهناك فرص للاستثمار فى المجال السياحى فى العديد من الدول العربية.

ويضاف لماسبق وجود الحوافز الكافية لتشجيع مالكي رؤوس المال فى الدول الأولى (المصدرة أو المقرضة لرأس المال) على استثماره فى الدول الثانية (المستقبلة أو المقترضة لرأس المال).

وفى هذا الصدد يمكن أن نشير إلى دولة الامارات العربية المتحدة كنموذج لدولة عربية لديها من المؤسسات المالية والأجهزة المساعدة مايمكنها من أن تصبح مركزاً مالياً دولياً له مكانته، الأمر الذى من شأنه أن تصبح أيضا مركزا حيويا للنقد والمال يدعم السوق النقدية والمالية العربية. ١

وبالنسبة للفرص المتاحة لمواطنى ومؤسسات الأقطار العربية الأخرى من السوق النقدية والمالية فى دولة الامارات تخص بالذكر مايلى: (٢)

١-أن تحويلات النقد الاجنبي من وإلى الدول لاتخضع لأية رقابة مصرفية فى دولة الامارات العربية المتحدة.

---

(١) يقدرالبعض الأموال المصرية -فقط- بالخارج بحد أدنى ٤٠ ملياردولار وبحد أعلى ١٠٠ مليار دولار . جاء هذا تي تعقيب د. محمود الامام -وزيرالتخطيط السابق-على محاضرة أ. عبدالوهاب على التمار في ندوة إعادة توير الأموال العربية المستثمرة في الخارج للمنطقة العربية ،ندوة عقدت بالكويت خلال الفترة ١-٣ أبريل ١٩٨٩ ، الكويت ، ١٩٩٠، ص ٧٧.

(٢) جامعة الدول العربية : الأسواق المالية والنقدية فى الوطن العربى،١٩٧٨ ، ص ٨٩-٩١.

٢- إن معظم المعاملات مع الخارج تتم بالدولار الامريكي الذي يرتبط به درهم الامارات ارتباطا مباشرا حيث هو عملة التدخل.

٣- إن أي مواطن أو مؤسسة ترغب في ايداع مبالغ لهالدى المصارف بدولة الامارات أو أن تقترض منهاليس عليها أي قيود سوى مركزها المالي المستقر والمدعم.

٤- تنص معظم القوانين الخاصة بالمؤسسات المالية على معاملة المواطنين العرب معاملة تفضيلية فيمايتعلق بالمساهمات والمشاركات لغيرالمواطنين في المشاريع والشركات المختلفة بالدولة.

٥- تنص معظم التنظيمات الخاصة بقوانين العمل على اعطاء أفضلية للمواطنين العرب بعد المواطنين بدولة الامارات مباشرة.

٦-تمنح للراغبين العمل واقامة المشروعات التجارية والصناعية بالدولة الترخيص عندمايتوافر شريك وطني. هذا ولايجوز أن يمتلك الأجانب من غير المواطنين أية أراضي في امارة أبو ظبي. أما الامارات الأخرى ، فيجوز اقتناؤها وشراؤها وبيعها دون أية عوائق. هذا وتؤول ملكية العقارات بامارة(ابو ظبي) الى المواطن تلقائيا بعد مروروسبع سنوات من اقامتها دون أية شروط. وتختلف القواعد والنظم التي تحكم نشاط غيرالمواطنين بالبلاد من امارة إلى أخرى ومن نشاط الى آخر.الا أن معظم الامارات تتطلب شريكاً مواطناً بحيث لاتقل نسبة مشاركته عن حد معين طبقا لنوع النشاط المزمع القيام به. وفي معظم الأحوال لاتزيد النسبة المطلوبة عن ٥١ بالمائة وقد يستعاض عن ذلك بكفالة بنكية بمقدار محدد يتراوح مابين ٠٠٠ر١٠٠ درهم ٠٠٠ر٥٠٠ درهم حسب الحالة. والخطوات للحصول على ترخيص في في أية امارة له اجراءات مبسطة لاتعدو عن تقديم عقد الايجار واثبات الكفالة البنكية ووجود الشريك المواطن الذي يشترط فيه أن يكون من ذوي السمعة الحسنة والا يكون قد سبق له كفالة شخص آخر بالامارة. هذا بالاضافة الى تقديم تعهد رسمي بمراعاة جميع الانظمة والقوانين السارية في البلاد . هذا وتصدر بلدية كل امارة على حدة الشروط التي بموجبها يرخص للتجار الاجانب ورجال الاعمال والشركات والبيوتات التجارية والمؤسسات الاجنبية العمل بها.

٧- يجوز لغير المواطنين بدولة الامارات شراء وبيع الأسهم للمشاريع الاستثمارية على أن تخضع لقواعد المؤسسة المصدرة لها.

٨- لايوجد أية قيود أوشروط من جانب الدولة فيما يتعلق بالاتصالات والتعامل مع بيوت الخبرة المتوفرة فى البلاد لتوفير المعلومات عن فرص الاستثمار والبيانات الخاصة بها.

وتجدر الاشارة إلى أن هذه الامكانيات متاحة لدولة الامارات العربية منذ عام ١٩٧٨ ، وهى امكانيات فى تطورمستمر.

وبالرغم من توافرالمقومات السابقة لقيام الأسواق المالية بين الدولة العربية والاسلامية فان الأمر لايخلو من وجود معوقات متعددة تبرر عزوف الأموال العربية عن الاستثمار فى الاقتصاديات العربية من أهمها: (١)

١-اختلاف النظم السياسية والاقتصادية وانعدام الاستقرار السياسى.

٢-عجز الهياكل الاساسية والمؤسسية عن تعبئة المجال أمام الاستثمار لجنى أفضل الأرباح والنتائج.

٣-الاختلالات الهيكلية فى أسعار صرف العملة الوطنية، والعجز فى الميزان التجارى وميزان المدفوعات والتحويلات ، وتراكم العجز فى الميزانية الحكومية، [illegible] للبلاد المضيفة للاستثمار.

٤- البيروقراطية وعرقلتها لاجراءات الاستثمار.

٥- تعقد التشريعات وتباينها من دولة لأخرى.

وأمام وجود هذه المعوقات يلزم الدول العربية والاسلامية القيام بالاصلاحات اللازمة ،وسن التشريعات الملائمة للقضاء على هذه المعوقات.

والملاحظ أن الدول العربية تمتلك ثروات كبيرة ومختلفة، ولكنها -وللأسف- كما هو الحال فى العالم الثالث عموما ثروات مع وقف التنفيذ. وذلك إما بسبب التخلف العلمى وإما بسبب سوء استخدامها، وإما بسبب عدم التعرف على قيمتها الحقيقية ،

---

(١) لمزيد من التفاصيل انظر:
ندوة إعادة تدوير الأصول العربية المستثمرة فى الخارج،مرجع سابق ، ص١٢٠.

واما بسبب - وهنا هو الغالب- سيطرة العالم الغربي المتقدم على استخراجها وانتاجها وتسويقها[١]. وبالتالي فان الدول العربية لاتجد مجالا رحبا لها للاستثمار في المنطقة نتيجة [٢]عدم حدوث أي تغير أساسي في البنية المالية العربية، فمازالت الدول التي تتجمع لديها موارد مالية كبيرة تزيد عن حاجتها الحاضرة، وفي الأجل القصير، تابعة للأسواق المالية الدولية التي تستقطب أموالها وتجذب ثرواتها.

ان المال العربي يستمر في تغذية دوره في الاقتصاديات الغربية في حين أنه يحرم الاقتصاد العربي لحاجته من الأموال اللازمة لتمويل عملية التقدم والتنمية وتزداد أهمية هذا الموضوع مع زيادة المخاطر التي تهدد المال العربي سواء بالنسبة لمخاطر الاستثمار التقليدي وتعرضه لأزمات التخفيض والتضخم أم لمخاطر الاحتواء الأجنبي الذي يسعى لاعادة هذه الاموال إلي حظيرة الأسواق الدولية ، وينادي بالوصاية عليها ويصل إلى حد المطالبة بالسيطرة والاستيلاء على منابع الثروة العربية.

ومن هنا تكمن أهمية هذا الموضوع الذي يشكل بالنسبة للعرب عبئا كبيرا اذا لم يحسنوا استعماله واستخدامه وأملا منتظرا للخروج من واقعهم المتخلف.

وهناك حتمية أخرى تفرض نفسها على الدول العربية والاسلامية وهي [٣] ان التشابه في الموارد من ناحية، وعدم تنوع فرص الاستثمار المتاحة في اقطار الخليج العربي يجعل من قضية التكامل العربي ضرورة اقتصادية إلي جانب كونها ضرورة من ضرورات الاعتماد القومي على الذات في مواجهة انماط التنمية التابعة التي لاتستطيع التجمعات الاقليمية الصغيرة الانفكاك منها.

وينبغي على الأمة الاسلامية والعربية الافاقة أمام الخطر المستحدث وهو:

(١) لقد كان متوقعا من قبل كثير من المحللين أن يكون للبترول دورا كبيرا في اقتصاديات الدول العربية ، لدرجة أن بعضهم كتب كتابا بعنوان« البترول يحكم العالم».
لمزيد من التفصيل أنظر: جواكيم جوستن: البترول يحكم العالم ، سلسلة كتب سياسية ، الكتاب ٩٣٦ ، الدار القومية للطباعة والنشر، ص ١٩ ومابعدها.

(٢) د.هشام البساط : موارد التمويل المتاحة للدول العربية ، معهد البحوث والدراسات العربية ١٩٧٥، ص٥.

(٣) د. على خليفة الكواري ، حمزة محمد الكواري: نحو سياسة اقتصادية جديدة في دول الخليج العربي ، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية ، اكتوبر ١٩٨٧ ، ١٤٠٨ هـ . العدد الثاني والخمسون ، السنة الثالثة عشرة ، ص١١٤

الاحتواء الأجنبي والوصاية والتهديد بالمصادرة والاحتلال.

ان حرب النفط قد تشتعل بين لحظة وأخرى وان عبء المال العربي سيلحق بالعرب اذا هم لم يحسنوا توحيد خطواتهم وتحديد اهدافهم بدقة وبسرعة.

وأمام العرب اليوم [1] فرصة كبيرة قد لاتعوض، بمقدورهم اليوم تجاوز هوة التخلف التي عانوا منها قرونا طويلة بعد أن استلت القوى الأجنبية ثروات الوطن العربي واحكمت سيطرتها عليه فأفقرته وتركته دويلات صغيرة تابعة سياسيا واقتصاديا.

واليوم بعد ان أخذت بعض الدول العربية بزمام السيطرة على ثرواتها الاقتصادية أصبح بامكانها تنفيذ سياسة مالية واقتصادية وطنية تأخذ على عاتقها تنمية الوطن العربي ورفع مستوى دخل المواطن فيه. كما تساهم في تقديم المساعدات لدول العالم الثالث فتدعم اقتصادها واستقلالها.

هذا بالاضافة إلى المشاركة الفعالة في المؤسسات المالية والدولية يمكن ان تخلق ترابطا أكبر بين الدول وتؤدي إلي مناخ أفضل في العلاقات الاقتصادية والنقدية الدولية.

واذ لم تتمكن الدول العربية من تنفيذ ذلك واكتفت بالسيطرة القانونية على ثرواتها- زيادة الحصص المشاركة والتأميم- وتركت أموالها ومواردها في عهدة الدول الصناعية والمؤسسات الدولية تتصرف بها كما تشاء فانها تكون قد طلبت الوصاية على نفسها وأرجعت السيطرة الأجنبية ثانية عليها.

وهي بذلك تكون قد نفذت خطة الدول الصناعية الكبرى التي لا تريد اليوم السيطرة المباشرة والقانونية على الثروات بقدر ما يهمها السيطرة الفعلية على الموارد ورأس المال حتى تبقي ضمن الأسواق الغربية تحت ادارتها واشرافها.

وبالرغم من كل ماسبق فان الثابت - وللأسف الشديد- أن كثيرا من الدول العربية والاسلامية تفضل [2] الاحتفاظ بودائعها في بنوك أوروبا وأمريكا وذلك

(١) د.هشام البساط : موارد التمويل المتاحة للدول العربية ، مرجع سابق ،ص٥.

(٢) Krugman ,Obstfeld: Econmie Interntionale ,op.cit., p.132.

يعرضها -بلاشك- لمشكلات كثيرة منها: أنها تكون عرضة للتجميد من جانب الدول المودعة فيها هذه الودائع. والمثال على ذلك ماحدث فى عام ١٩٧٩ عندماكانت هناك ودائع لإيران مودعة فى بنوك أمريكا وفروعها فى أوربا، فقد قام الرئيس الأمريكى-آنذاك- جيمى كارتر بتجميدها كرد فعل لماحدث فى سفارة أمريكا فى طهران . وهناك مثال مشابه آخر وأكثر حداثة على ذلك أيضا وهو ماحدث للعراق إثر قيامه بالغزو لدولةالكويت عام ١٩٩٠.

كذلك فقد اتخذت بريطانيا[١] قرار مفاجئا -ومن جانب واحد- بتخفيض حصة الكويت فى رأسمال شركة "بريتش بتروليم" وهو ماكان من الممكن أن يعرض تلك الاستثمارات للخسارة فيمالو لم تتهيأ الظروف للتصرف فيها بشكل مناسب.

وبالاضافة إلى المخاطر المتعددة التى تحيط بالأموال العربية فى الخارج لاسيما المخاطر المتعلقة بأسعار الصرف وتقلب أسعار الفائدة ، وتأرجح معدلات التضخم.. فأن الاستثمارات فى الدو ل الصناعية لاتتمتع [٢] بحرية مطلقة فى توجهها، أو حجمها أو مجال أنشطتها . اذ تنظم التشريعات فى تلك الدول مجالات الاستثمار والأنشطة المسموح بها، والأنشطة الأخرى المقيدة . وتضع تلك الدول قيودا متعددة بهذا الشأن . كماتتصف بعض تشريعاتها بابقاء مرونة كبيرة للسلطات التنفيذية فى اتخاذ الاجراءات التى تراها مناسبة تجاه الاستثمارات الأجنبية وتوجيهها.

ففى أمريكا -على سبيل المثال- تفرض القوانين قيودا شديدة على الاستثمار فى قطاعات الاتصالات السلكية واللاسلكية ، والنشر ، والمواصلات ، والطاقة والتعدين.

وفى اليابان فان قوانين الاستثمار توصد الباب أمام الاستثمارات الأجنبية عدا قطاعات محددة ، ولاتعطى تلك القوانين مزايا استثنائية لرؤوس الأموال الأجنبية، بل تفرض قيودا تحد من دخول الاستثمارات الأجنبية لبعض القطاعات كالاتصالات والنقل والطاقة.

---

(١) ندوة اعادة تدوير الأصول العربية المستثمرة فى الخارج ،مرجع سابق، ص١٣٢.

(٢) المرجع السابق،ص١٣٢.

وبالاضافة للمخاطر السابقة فان هناك التهديدات المستمرة بالاعتداء على ثروات الأمة العربية سواء أكان ذلك بصورة علنية أم غير علنية. من ذلك [١] أنه فى آخر فبراير ١٩٧٩ أصدر عضوان رئيسيان فى إدارة كارتر هما: وزيرالدفاع رولدبراون ، ووزير الطاقة جيمى شيلسنجر- تهديدات واضحة تتعلق بعزم أمريكا على التدخل فى منطقة الخليج للدفاع عن مصالح حيوية. وقال براون: « سوف نقوم بأي عمل ملائم،بمافى ذلك القوة العسكرية ، وذهب شيلسنجر إلي أبعد من ذلك فقال «على الولايات المتحدة أن تتحرك بأسلوب يضمن هذه المصالح (فى الخليج) حتى لو أدى ذلك إلى استخدام القوة العسكرية أو الوجود العسكرى.

وكم ارتفعت الأصوات مطالبة بمايسمى[٢] :prescriptive interventionism بالتدخل الاقتضائى ، أى الاقتناع بأن على القوات الأمريكية- تساندها قوة حليفة أوقوات محلية- ان تكون مستعدة للاستيلاء على حقول النفط العربية فى غضون لحظات، لالضمان الانتاج والشحن فحسب، بل للمساهمة في حل الامراض الاقتصادية فى العالم المثلث الأطراف.

وكتب شموئيل كانس مدير الاعلام الاسرائيلى سابقا في صحيفة Jerusalem post فى ٥ كانون الثانى /يناير١٩٧٩ يقول « ليس فى هذه المنطقة أمة غير اسرائيل... تستطيع أن تضمن للشرق الأوسط نظاما امنيا فعليا » وعاد مرة أخرى يؤكد على أهمية بلاده بقوله [٣] « ان السبيل الوحيد لضمان الأمن- حتى لحقول النفط العربية – هو فى نهاية الأمر في وجود اسرائيل قوية وتملك مجالا للمناورة. »

ولعل حرب الخليج التي دارت رحاها بسبب غزو دولة العراق للكويت وماترتب عليها من نتائج وخيمة كانت برهان ساطع و دليل قاطع علي صدق التوقعات حول مايحاك ضد الثروات العربية والاسلامية. وبالرغم من كل هذه المخاطر يرى البعض[٤]

(١) مروان بحيرى : النفط العربي والتهديات الأمريكية بالتدخل ٧٣-١٩٧٩- مؤسسة الدراسات الفلسطينية (٤) ص ٦٢، ٦٣.

(٢) المرجع السابق، ص ٧٦.

(٣) المصدر نفسه، ص.٦٠.

(٤) د. اسامة الخولى ، عامر التميمي: التغيرات العالمية الجديدة وآثارها على التنمية العربية والاستثمارات العربية فى الخارج، المعهد العربى للتخطيط بالكويت سلسلة المحاضرات العامة (٦)، ديسمبر ١٩٩٣ ، ص ٤٤.

أن الفرص الاستثمارية الأساسية مازالت موجودة فى الدول الصناعية ، ولاتوجد فرص استثمارية حقيقية فى الدول العربية. وأمام ماسبق يرى علماء المسلمين ومنهم فضيلة الشيخ (١) الدكتور عبد الجليل شلبى -الأمين العام السابق لمجمع البحوث الاسلامية -بانه : مادامت الدول الاسلامية في حاجة إلى هذه الأموال فلايجوز استثمارها فى غير بلاد المسلمين . وبلاد المسلمين فى الوقت الحاضر تعانى مشقات اقتصادية وبها اعمال صالحة لانشاء مشروعات مفيدة مدرة... ففى مصر مثلا لدينا أرض واسعة صالحة للزراعة وهى بحاجة إلى الأموال والأيدى العاملة ، وقد كانت الصحراء الغربية فى مصر مزرعة قمح للرومان فى العهد الرومانى وكانت تستخرج منهاكميات هائلة من القمح فلماذا لاتستخدمها كما كانوا يستخدمونها؟ وبجانب ذلك نحن نستورد معظم حاجاتنا من الدول الأجنبية الأوربية والأمريكية وغيرها ... ولو كانت لدينا مصانع نستثمر فيها أموالنا وثرواتنا الطبيعية لاغنتنا كثيرا وجعلتنا مصدرين بدلا من أن نكون مستوردين.. نكون بحق منتجين لامجرد مستهلكين ، ويضيف فضيلته... ان بترول البلاد العربية يصنع فى الخارج ثم نشترى نحن مايصنع منه سواء فى ذلك الملابس والآلات والعربات والادوات المنزلية وما اليها ... ولوكان يصنع فى بلادنا ما احتجنا إلى البلاد الأوربية والأمريكية . والثروة التى تنتج من البترول فى الوقت الحاضر قد يستفيد منها الأجانب وخصوصا اليهود اكثر مايستفيد اصحابها. اذن فمن الأثم كل الأثم ان نستثمر أموالنا فى الخارج وندع غيرنا يتمتع بربحها ونعود نحن نشترى بضاعتنا بأموالنا... وقد مضت على اكتشاف البترول في الأراضى العربية سنوات تزيد على الخمسين ما تكرنا خلالها فى اقامة مصانع لتصنيع البترول والاستفادة منه بل تركنا الفائدة لغيرنا. وبجانب ذلك نرى أموال العرب فى البنوك الأجنبية تستفيد منها وتكتسب... ومعظم البلاد العربية غارقة فى الدين لاتعرف طريقا لسدادها... ولوكانت هذه الأموال في بنوكنا ومشروعاتنا لأغنتنا هذه الديون عن مد أيدينا إلى الدول التى تستفيد من نتاج أراضينا.

لذلك يطالب عالم الاقتصاد حسن عباس زكى (٢) بانشاء صندوق عربى للاستثمار تموله نسبة من دخول الدول البترولية وتخصص حصيلته لدعم كافة الدول الاسلامية عسكريا واقتصاديا.

---

(١) جريدة اخبار اليوم الصادرة في ٢٤/٨/١٩٩٠م.
(٢) المصدر السابق.

يقول سيادته «ان عرب النفط يستثمرون حوالى ستمائة مليار دولار فى الخارج وينبغى توجيه هذه الاستثمارات لصالح العرب والمسلمين وأضاف : ان أمريكا مثلا تأخذ كل ثروات هذه البلاد... فهى تأخذ البترول لتدير به مصانعها ثم تأخذ الدولارات لتقوى بها وتدعم اقتصادها.»

وأمام التنبيهات السابقة قامت المملكة العربية السعودية (١) بتسييل مبالغ قدرت بحوالي خمسة عشر مليار دولار أمريكى خلال عامى ١٩٩٢/٩١ ،وقد قامت بتوظيفها فى السوق المالية السعودية وغيرها من المجالات.

كذلك ونظرا للمخاطر المتعددة التي تحيط بالاستثمارات العربية فى الخارج فقد تنبهت بعض الدول العربية لهذه المخاطر فحدث (٢) تناقص نسبى في حصة الولايات المتحدة الأمريكية من الاستثمارات العربية الخارجية من ٢٥ إلى ١٩ بالمائة بين عامى ١٩٨٢ و١٩٨٧ ، وكذلك حصة المملكة المتحدة من ١٩ إلى ١٣ بالمائة خلال نفس الفترة ،مقابل زيادة الاستثمارات في الشرق الأقصى وخاصة فى اليابان وودائع المراكز الدولية.

وأمام كل هذه المخاطر ومايترتب عليها من مشكلات يبقى التأكيد على أن عودة الأموال العربية للاستثمار فى البيئة العربية والاسلامية سيظل أكثر أمانا بكثير، لاسيما في ظل استشعار كل معانى الاخوة والوحدة العربية والاسلامية ، هذه الاعتبارات ليست هينة في تفكير المسلم اذ ينبغى عليه التعالي عن مصالحه الشخصية من أجل مصالح أمته ومن أجل دواعي عقيدته.

ان الدول العربية والاسلامية لوقامت بتوجيه هذه المبالغ الطائلة المتوافرة لديها لانشاء سوق مالية فيما بينها لجنت كل الدول المشتركة فيها ثمارا عظيمة كم هى بحاجة كبيرة إليها. ان عائدات النفط في هذه الدول -فقط- فيها الكفاية لاغناء هذه الأمة والانتقال بها إلي صفوف الدول المتقدمة بدلا من أن تتحول خيراتنا- على حد تعبير البعض(٣)- إلي دم يجرى فى عروق الغرب(٤). لذلك عندمافكر العرب - ذات

(١) د. اسامة الخولي ، عامر التميمي: التغيرات العالمية الجديدة ، مرجع سابق ، ص ٥٢.
(٢) لجنة إعادة تدوير الأموال العربية المستثمرة في الخارج ، مرجع سابق ، ص ١٣١.
(٣) السيد ضياء الموسوى: النهب الامبريالي للعالم الاسلامي،دار الأضواء ،لبنان ١٩٨٦ ، ص ١١٨.
(٤) المؤلم ان ظاهرة استثمار الأموال العربية فى الخارج ليست قاصرة على دول النفط ذات =

مرة- فى استخدام النفط كسلاح حقيقى يمكن ان يحقق لهم أهدافا متعددة استيقظ العالم يقظة محمومة نتيجة لذلك .يقول د. يوسف صايغ معبرا عن ذلك [(١)]:« لقد حقق مصدرو النفط العرب ، أخيرا وفى السبعينات إنجازهم الأكبر في سياق ممارسة السيطرة حيث حولوا مكانتهم من أطراف غير فاعلة أو عاجزة إلي حد كبير، تتلقى السياسات النفطية المصوغة والمطبقة خارج نطاق سيادتها الوطنية، إلى أطراف تملك السلطة الوحيدة التى تصوغ وتطبق السياسات المتعلقة بالمجموعة الواسعة من القضايا والنشاطات التي تقع ضمن التعريف الواسع للصناعة النفطية. إن هذا الانتقال في موقع السلطة الذى ينبع من ذلك التحول ، يحمل معه مجموعة متنوعة من التغيرات ذات وزن ملحوظ وطبيعة مباشرة أو غير مباشرة. إلا أنه من الجوهرى عند هذه النقطة أن نشير إلى و اقع هو ان الانتقال الجذري فى موقع السلطة والسيطرة قد جلب معه عملية كبيرة موازية لإعادة توزيع ثمار ومردود الصناعة النفطية بين الشركات النفطية الأجنبية العملاقة ، أى منتجى النظام القديم ، وبين البلدان النفطية ، أي المنتجين الجدد ، ويضاف إلي ذلك ان هذا الانتقال قد اتسم بنجاح البلدان النفطية في تحقيق مزيج حكيم من مصالحها ألوطنية والشعور بالمسئولية الدولية.

وأمام ماسبق يلزم اتخاذ الاجراءات اللازمة لاتاحة دراسات فرص الاستثمار فى الدول العربية بجميع وسائل الاعلام المناسبة. واقامة مركز لتجميع المعلومات المصرفية والنقدية للبلاد العربية، ومركز للبحوث والدراسات المصرفية تكون فيه الدول العربية جميعا أعضاء وتعطى له جميع التسهيلات اللازمة التي تمكنه من تطوير السوق المالية والنقدية فى البلاد العربية، وعمل الدراسات اللازمة لذلك واقتراح التشريعات والتنظيمات المشجعة علي ذلك بما فيها المعاملة التفضيلية لاستخدام الأموال العربية فى الدول العربية على نطاق واسع. والعمل على التنسيق بين هياكل السياسات المالية والاستثمارية بين الدول العربية. ومما يساعد أيضا وجود الوسائل الكفيلة بضمان سرعة الاتصالات وضمان عمل الترتيبات علي أساس متبادل بين الدول العربية جميعا. وفي هذا ، يصبح الاختيارلتحديد الأوليات للخطوات القادمة من الأساسيات.

= الفرائض المالية ، بل انها تمتد لتشمل دول مدينة وبالرغم من ذلك يخرج كثير من أموالها لتستقر فى الخارج.

(١) د.يوسف صايغ: سياسات النفط العربية في السبعينيات ،المؤسسة العربية للدراسات والنشر،١٩٨٣، ص ١٤.

وهناك محاولات متعددة لاقامة وحدة اقتصادية ومالية بين الدول العربية والاسلامية ، ولكن كثيرا من هذه المحاولات وان كانت قد تمت على مستوى الاتفاقيات المكتوبة فقط ، فانها لم تنزل قط إلى حيز التنفيذ(١)

لقد شهدت المنطقة العربية جهودا جادة لوضع استراتيجية فعالة للعمل المالى العربى ولاسيما فى (٢) اطار المجلس الاقتصادى العربى ونشاطاته لانشاء وتطوير المؤسسات المالية القطرية العربية والعربية المشتركة وتحسين مستوى أدائها، ومعالجة المعوقات المؤسسية والهيكلية والوظيفية والفنية والمناخية التى تعرقل تدفق رأس المال العربى داخل المنطقة العربية، وبالنسبة للموضوع الأخير فقد كانت هناك ثمة ثلاثة محاور حظيت باهتمام المجلس الاقتصادى العربى:

(أولها) انشاء وتطوير السوق المالية والنقدية العربية و(ثانيها) انشاء مركز عربى لدراسات الجدوى الاقتصادية و(ثالثها) وضع أسس اتفاقية نموذجية للاستثمار العربى. وقد كان قرار المجلس الاقتصادى بانشاء السوق اعترافا منه بدورها المهم فى الوساطة المالية كمركز لتجميع المدخرات واعادة توزيعها على النشاطات الاقتصادية لخدمة التنمية الاقتصادية العربية المشتركة والتكامل الاقتصادى وباعتبارها أحدى أهم القنوات لتدفق وانسياب الأموال العربية بين الدول العربية المصدرة والمستوردة لرأس المال.

ولقد عبرالبيان الصادرعن المجلس الاقتصادى العربى فى ختام دورته فى تونس (٢٠-١٩٧٨/٢/٢٢)عن تزايد الوعى العربى بالمخاطر التى تتعرض لها الأموال العربية فى ظل ظروف عدم الاستقرار النقدى وتأكيد البيان بأن الضمانة الحقيقية لمستقبل هذه الأموال هى فى استثمارها التنموى داخل المنطقة العربية.

---

(١) للوقوف على أمثلة من ذلك انظر:

Byé: Relations Ecomomiques Internationales, op.cit., pp.852-853.

-د.محمود محمد بابللى : ألم يأن للسوق الاسلامية المشتركة أن ترى النور؟، الندوة الدولية حول اقامة سوق اسلامية مشتركة التى أقيمت بجامعة الأزهر بمركز صالح عبد الله كامل فى المدة من ٥/٤ حتى ١٩٩٠/٥/٦ ،ص ٣-٦.

(٢) جامعة الدول العربية : الأسواق المالية والنقدية فى الوطن العربى، ١٩٧٨ ، ص جـ

ان السوق المالية العربية يمكن ويجب أن تلعب دورا هاما فى تحقيق أهداف التنمية العربية المشتركة والأمن والتكامل الاقتصادي العربى من خلا ل استراتيجية عربية ، أشمل تخلق شروطا موضوعية لاجتذاب الأموال العربية في وجه منافسة جادة وغير متكافئة من السوق المالية الدولية. أن السعى لانشاء هذه السوق وتطويرها في ظل الازدياد المستمر فى الفائض الحسابى الجارى العربى الاجمالي هو محاولة متميزة لامثيل لها تستوجب معالجة مشاكل ابتثنائية فى ظل واقع التخلف والقصور الذى تتميز به المؤسسات المالية القائمة ومحدودية فاعليتها.

ومع ذلك يبقى القول بان الحلم العربى والاسلامى بانشاء سوق عربية واسلامية مشتركة -بما فى ذلك أسواق مالية- رغم اساءة استخدامه بواسطة السياسيين من جانب، والنقاد الاقتصاديين والاجتماعيين من جانب آخر فقد كان ومازال حلما يتمنى الجميع أن يتحول إلي واقع حقيقي قريب ويومئذ يفرح العرب والمسلمون بثمرة - بل بثمار جميلة-وحدتهم واتفاقهم.. لاسيما وأن البترول بحكم طبيعته كمعدن مادة قابلة للنضوب مهما طال الزمن. وأمام ذلك فان على الأمة العربية والاسلامية أن تنتبه لهذه الحقيقة وتعيد أموالها التي خرجت للاستثمار فى الخارج لتستثمرفى أقطارها مما يهيئ مجالات انتاجية متعددة إلي جوار البترول ، وبذلك تعمل على تنوع اقتصادها وفتح مجالات رحبة للعمل وبذلك تضمن لنفسها مكاناً في صفوف الدول الناهضة.

ولن يكون هناك إلا الإسلام الذى يجمع هذه الشعوب العربية والإسلامية ، ولن يكون إلا حبل الله الذي يعتصم به الجميع فيصبحون بنعمة الله إخوانا ، ولن يجمع هذه الشعوب العربية والاسلامية إلا إخوة فى الله، تصغر إلى جانبها الأحقاد التاريخية، والأطماع الشخصية ، والرايات العنصرية ... ويتجمع الصف تحت لواء الله الكبير المتعال. ولن يعود للأمة الإسلامية صورتها الوضيئة الفريدة من الحياة الواقعية المتميزة ، إلا إذا تولت قيادة البشرية مرة أخرى بكل عناصر قوتها ومجدها، وهى قيادة يميزها أنها تتلقي منهجها من الله وحده. إن الإسلام كله دعوة للتضامن والتعاون بين أفراد الأمة وشعوبها وحكامها فى كافة المجالات الاقتصادية والمالية والاجتماعية والسياسية والثقافية والعسكرية ... وبالجملة كافة مجالات الحياة. والاسلام لايريد من الناس كلمات وشعارات.. إنمايريد منهم أعمالا تصدقها ،وإلا فهى هباء ، لاوزن لها ولا اعتبار.

الفصل السادس

كفاءة سوق الأوراق المالية

الفصل السادس

كفاءة سوق الأوراق المالية [١]

الواقع أن الشغل الشاغل لسوق الأوراق المالية هو تحقيق تدفق الأموال المدخرة ممن لديهم فوائض مالية إلى من لديهم عجز أو حاجة استثمارية للأموال . ولاشك أن نجاح سوق الأوراق المالية فى تحقيق هذا الهدف الهام يؤدى إلى حسن توزيع الموارد المتاحة للمجتمع وتحقيق النفع لكل الأطراف دون الاضرار بأى طرف .

فالشركات التى تصدر الأوراق المالية سوف تتاح لها الأموال اللازمة لمشروعاتها الاستثمارية ، وهى بالطبع تتوقع أن تبيع أوراقها المالية بسعر عادل يضمن لها الحصول على ما تحتاجه من أموال . كما أن المستثمرين الذين تتوافر لديهم الأموال ولديهم الرغبة فى شراء الأوراق المالية يتوقعون أيضًا الحصول عليها بسعر عادل يضمن لهم تحقيق عائدًا مجزيًا .

والواقع أن الأسعار تتغير بسرعة فى سوق الأوراق المالية نتيجة أى معلومات جديدة ، لذلك فان الأسعار تعتبر مؤشرًا دقيقًا للقيمة ، وبالتالى يمكن الاطمئنان إلى أن الأسعار سوف تؤدى إلى حسن توزيع الموارد وضمان عدم استغلال أى طرف للطرف الآخر فى السوق .

ولاشك أن مجموعة المعلومات التى تتعلق بالأوراق المالية مثل المعلومات عن القيم السابقة للورقة المالية والقيم الحالية لها ، والمعلومات عن أرباح الشركات المصدرة للأوراق المالية ، والمعلومات عن التغيرات فى النشاط الاقتصادى و الظروف السياسية ، والتغيرات فى اتجاهات المستهلكين والمستثمرين ، كل ذلك وغيره لاشك يؤثر على قرارات مجموع المستثمرين ، وبالتالي يؤثر علي أسعار هذه الأوراق .

---

(١) د. أحمد نبيل عبد الفتاح، وآخرون، إدارة المؤسسات والأسواق المالية، كلية التجارة بنين، جامعة الأزهر، ٢٠٠٤، ص ص٨٨ - ٩٢.

وعلى ذلك سوف يكون سعر الأوراق المالية فى السوق فى أغلب الأحوال سعراً غير متحيزاً لأنه سعر يعكس المعلومات الموضوعية ولا يتأثر بالمصالح الشخصية ، لذلك فسوف يكون هذا السعر عادلاً كما يجب أن يكون ، وبالتالى يمكن وصف هذه السوق بأنها سوق ذات كفاءة .

ويمكن القول أن كفاءة السوق تتوقف على توافر المعلومات الموضوعية لجميع الأطراف ذات الصلة بالأوراق المالية ، كما تتوقف على فهم جميع الأطراف لهذه المعلومات والتفسير الصحيح لما تتضمنه .

أنواع المعلومات التى تحتاجها سوق الأوراق المالية :

١ - معلومات عن الفترات الماضية :

مثل أسعار الأسهم وأرباحها ونشاط الشركات التى أصدرت الأسهم ، وغير ذلك .

٢ - معلومات عن الفترة الحالية :

وهى المعلومات التى تتعلق بالوضع الحالى من حيث الأسعار والأرباح التى تتوافر عن طريق النشرات والتقارير والقوائم المالية و الميزانيات .

٣ - المعلومات الخاصة :

وهى المعلومات التى تتوافر للبعض دون الآخر من المستثمرين والذين يكون لهم علاقات خاصة بصانعى القرار فى الشركات المصدرة للأوراق المالية .

ولاشك أن ال‍ـ[illegible]ـامل فى سوق الأوراق المالية يعتمد أساسًا على المعلومات المتعلقة بالاستثمارات المالية فى هذه السوق ، وعن طريقها يمكن التنبؤ بسلوك هذه الاستثمارات ، كأن يتنبأ مثلاً بأن عائد هذه الاستثمارات (الأسهم مثلاً) سوف يتحسن بعد فترة زمنية معينة ، ويترتب على هذا التنبؤ الاتجاه لشراء كمية كبيرة من هذه الأسهم ، وبالتالى ترتفع أسعارها ،

فاذا ارتفعت أسعارها اتجه المستثمر إلى بيعها لكى يحقق كسبًا ماليًا من فروق أسعار الشراء والبيع .

تصنيف درجات كفاءة سوق الأوراق المالية :

تتنوع درجات كفاءة سوق الأوراق المالية وفقًا لنوع المعلومات المستخدمة والمتاحة فى السوق لجميع الأطراف ، ونعرض فيما يلى ثلاث درجات كفاءة سوق الأوراق المالية :

١ - الشكل الضعيف للسوق :

وفى هذه الدرجة من الكفاءة ، نجد أن المستثمر لا يحقق أى أرباح غير عادية على حساب الآخرين ، وفى هذا الشكل تتوافر معلومات عن الفترات الماضية بصفة أساسية .

ونظرًا لارتباط المعلومات المتاحة بهذه السوق بالماضى وليس بالمستقبل ، فان المكاسب التى قد يحققها المستثمر لا تتبع قواعد معينة للبيع أو الشراء، ولكنها تتم بطريقة عشوائية .

ويمكن التعرف على الشكل الضعيف للسوق بقياس مدى وجود ارتباط بين سعر الورقة المالية والعائد عليها ، فاذا ما تبين أن الارتباط ضعيف بينهما ، فهذا يعنى أن هذه السوق ضعيفة .

٢ - الشكل شبه الكفء للسوق :

فى هذه الدرجة من الكفاءة نجد أن أسعار الأوراق المالية يتم تعديلها بسرعة أكبر نسبيًا من السوق الضعيفة نظرًا لاتاحة معلومات عن الوضع الحالى للسوق والتى يتم نشرها واتاحتها للجميع . وهى تتضمن معلومات عن توزيعات أرباح الأسهم ، ومضاعف السعر ، ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لسهم ، وغير ذلك من معلومات .

والواقع أن هذه النوعية من المعلومات يمكن أن تفيد نسبيًا فى التوقعات المستقبلية ، أى يمكن نسبيًا التنبؤ بواسطتها بالأسعار المستقبلية للأوراق المالية والعائد منها ، كما يمكن للمستثمر أن يعدل من توقعاته بالنسبة للعائد وأسعار الأوراق المالية إذا وقعت أحداث اقتصادية مؤثرة .

ويمكن القول أن المستثمر فى هذه السوق لن يحقق أرباحًا غير عادية مثله مثل الآخرين نتيجة لتوافر نفس المعلومات لمختلف الأطراف بل سيحقق أرباحًا عادية .

٣ - الشكل الكفء للسوق :

فى هذه السوق تتوافر كل المعلومات لكل الأطراف سواء المعلومات العامة أو الخاصة ، ولكن بشرط ألا يحتكر مجموعة معينة لبعض المعلومات الهامة دون غيرهم من المستثمرين حملة الأوراق المالية . فاذا ما توافر الشرط السابق فان كل المستثمرين سيحققون أرباحًا عادية فى حدود متوسط العائد . أما إذا احتكر القلة بعض المعلومات الهامة فسوف يحققون أرباحًا غير عادية على حساب الآخرين ،وسيصبح هؤلاء القلة هم المشكلون لأسعار السوق .

ويمكن التعرف على السوق الكفء من الوقوف على سرعة تشكل الأسعار ، اذ تتميز هذه السوق بأن أسعارها يتم تشكيلها وتعديلها بسرعة تبعًا لتوافر أى معلومات جديدة تضاف للمعلومات المتاحة حاليًا . مع ملاحظة ضرورة إتاحة هذه المعلومات لكل من يطلبها فى أى وقت شاء ، وبدون أى مقابل ، وبدون أى قيود على دخول أو خروج المستثمرين من السوق أو على قراراتهم فى الشراء أو البيع . وبحيث يتصف جميع المستثمرين بالجدية والموضوعية فى السعى نحو تحقيق تعظيم عوائدهم من أموالهم المستثمرة فى الأوراق المالية .

والواقع أن الشكل الكفء للسوق لم يتحقق بعد فى الواقع العلمى ولاحتى فى الولايات المتحدة ذاتها ، إذ سوف يظل بعض الأفراد الذين يحتكرون بعض المعلومات الخاصة جداً والتى تحقق لهم أرباحاً غير عادية من استثماراتهم على حساب غيرهم من المستثمرين .

وعموماً فان السوق الكفء يتحقق عندما يتوازن الطلب على الورقة المالية مع المعروض منها فى السوق ، ويمكن القول أن السوق الفعلية تأخذ شكل السوق شبه الكفء .

ولاشك أن إنشاء مؤسسة متخصصة تهتم بنشر مؤشرات ومتوسطات أسعار الأوراق المالية وتقييم أداء السوق وتوفير الشفافية والافصاح الكامل لمختلف البيانات والمعلومات اللازمة للمستثمرين فى سوق الأوراق المالية سوف يخلق وعياً استثمارياً لدى المتعاملين فى البورصات ، وخاصة فى البورصات الناشئة كما هو الحال فى مصر .

يهدف السوق إلى تحقيق تدفق الأموال (المدخرات) من لديهم فائضا فى هذه الأموال إلى من ليس لديهم هذه الأموال ولكن لديهم الفرص الاستثمارية ، وقيام السوق بهذه المهمة بنجاح يشير إلى حسن توزيع واستخدام الموارد المتاحة ، ولكى يتم ذلك لابد وان تتحقق مصلحة كل الأطراف وبدون أى ضرر لأى طرف من الأطراف(١).

فالمنشآت عندما تصدر أوراقاً مالية بغرض تمويل مشروعاتها وفرصها الاستثمارية تتوقع أن تبيع هذه الأوراق المالية بسعر عادل يضمن لها تحصيل ما تحتاجه من أموال ، والمستثمرين الذين لديهم المال ويرغبون فى شراء أوراق مالية يتوقعون أيضاً الحصول على هذه الأوراق المالية بسعر عادل يضمن لهم تحقيق عائد مجزيا . وإذا ما كان الجميع فى حالة رضا يقال أن السوق قد ساعد على تخصيص الموارد بكفاءة .

ويمكن تعريف السوق الكفء بأنه :

« ذلك السوق الذى تعكس فيه أسعار الأوراق المالية كل المعلومات المتاحة والمتعلقة بهذه الأوراق المالية »

ففى السوق الكفء تعتبر الأسعار مؤشرا أو مقياسا دقيقا للقيمة حيث تتغير هذه الأسعار بسرعة نتيجة ا[illegible] معلومات جديدة ، وبالتالى فإنه يمكن الاطمئنان إلى أن الأسعار سوف تؤدى إلى حسن توزيع الموارد وضمان عدم استغلال طرف لطرف آخر فى السوق .

(١) د. سعيد توفيق عبيد، الاستثمار فى الأوراق المالية، كلية التجارة جامعة عين شمس، ٢٠٠٤، ص ص ٤١ - ٥٨.

ولكن كيف تتحدد أسعار الأوراق المالية فى أى وقت من الأوقات ؟ أنها تتحدد بناء على مجموعة من المعلومات التى تتعلق بهذه الأوراق المالية (أسهم مثلا) مثل الحجم السابقة والحالية وأرباح الشركات مصدرة هذه الأوراق المالية وأيضاً التغيرات فى النشاط الاقتصادى واتجاهاته والظروف السياسية والتغيرات فى أذواق المستهلكين وكذلك المستثمرين بالاضافة إلى العلاقات المختلفة بين هذه المتغيرات وما يمكن توقعه والتنبؤ به مستقبلا .

إذن اعتماداً على ما هو متاح من معلومات يمكن للسوق أن يقدر أسعار الأوراق المالية وعندما نقول السوق فإننا نقصد مجموع المستثمرين وأثر قراراتهم فى تحديد السعر وإذا ما استطاع السوق استخدام ما هو متاح من معلومات فإن السعر المقدر لأى أصل مالي سوف يكون فى أغلب الأحوال سعرا غير متحيز أى سعر يعكس المعلومات ولا يتأثر بالمصالح الشخصية ولذلك فسوف يكون هذا السعر عادلا .

إن كفاءة السوق تتوقف علي شرطين :

الشرط الأول : توافر المعلومات وتماثلها مع الجميع .

الشرط الثانى : فهم السوق واستيعابه للمعلومات أو الرسالة التى تتضمنها هذه المعلومات .

ويقصد بتوافر المعلومات وتماثلها أن تكون متاحة للجميع وبنفس القدر ، أما المقصود باستيعاب السوق لهذه المعلومات فهو أن يكون السوق قادرا على تفسير الرسالة التى تحتويها هذه المعلومات . وإذا ما تحقق ذلك فإن المستثمرين يتمكنون من تقدير الأصول المالية وفقاً لقيمتها الحقيقية .

اشكال السوق الكفء[1]

المعلومات هى الخطوة الأساسية الأولى فى وجود السوق الكفء وهذه المعلومات يمكن تقسيمها إلى ثلاثة أنواع أساسية تتعلق بالاستثمارات :

(١) د. سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة ، مكتبة أم القرى بالمنصورة، ٢٠٠١، ص ص ٣٦٧ - ٣٩٠.

١- معلومات تاريخية :

وهى المعلومات التى تخص فترات سابقة وتكون متاحة للجميع مثل أسعار سهم وأرباحها ونشاط الشركات مصدرة هذه الأسهم .

٢- معلومات جديدة حالية :

وهي المعلومات التي يتم الافصاح عنها فى الوقت الحالى وتتعلق أيضاً بالأسعار والأرباح وما إلي ذلك وهذه المعلومات تكون متاحة أيضاً للجميع من خلال ما يتم نشره من تقارير وميزانيات وقوائم مالية .

٣- معلومات خاصة :

وهذه المعلومات قد لا تكون متاحة للجميع ولكنها قاصرة على البعض دون الآخر وهم الذين لهم اتصالات خاصة بصانعى القرار فى المنشآت والمؤسسات وعادة يطلق عليهم العالمين ببواطن الأمور Insiders .

والنوع الأول من المعلومات متاح للجميع ويشرح سلوك الاستثمار فى فترات سابقة وعادة لا يخفى تفسيره على أحد ، أما النوع الثانى من المعلومات وهو الجديد (الحالى) فهو قد يحتاج لبعض التفسير وربط المتغيرات ببعضها البعض ولكنه أيضاً متاح للجميع أما النوع الأخير من المعلومات فهو الذى قد يكون متاحا لفئة محدودة من الأفراد أو المنشآت .

والتعامل فى سوق رأس المال يعتمد بالدرجة الأولى على المعلومات المتعلقة بالاستثمارات المالية فى هذه السوق وباستخدام هذه المعلومات قد يتمكن أحد الأفراد أو المنشآت من التنبؤ بسلوك هذه الاستثمارات كأن يتنبأ بأن أداء هذه الاستثمارات سوف يتحسن بعد فترة معينة من الزمن ولذلك يقوم بشراء كمية كبيرة من الأوراق المالية التى تخص هذه الاستثمارات بالسعر الحالى ثم بعد أن

يتحقق ما تنبأ به بناء على مالديه من معلومات يرتفع السعر فيدخل بائعا وبالتالى يكسب فروق الأسعار وهذه المكاسب بالطبع تكون على حساب الآخرين .

إذن فالسوق الكفء ببساطة شديدة يعنى أنه مهما توافر من معلومات فإن أحد الأشخاص لا يمكنه تحقيق أرباح على حساب الآخرين لأن الجميع يسلكون نفس المسلك وبالتالى فإن أسعار الأوراق المالية سوف تعكس أية معلومات .

والسوق الكفء يتدرج فى درجة كفاءته وفقا لنوع المعلومات المستخدمة ولذلك نجد الأشكال التالية للسوق الكفء :

١- الشكل الضعيف :

وهو الذى لا يتمكن فيه أى مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين نتيجة لوجود معلومات تاريخية سابقة .

٢- الشكل نصف القوى :

وهو الذى لا يتمكن فيه أى مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية نتيجة لوجود معلومات تاريخية سابقة أو معلومات جديدة حالية .

٣- الشكل القوى :

وهو الذى لا يتمكن فيه أى مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية لوجود معلومات خاصة .

والأرباح غير العادية كما هو مفهوم هى تلك التى قد يتم تحقيقها عن طريق استغلال عدم معرفة الآخرين بما يمكن أن يحدث فى السوق وأحيانا تسمى أرباحا فجائية .

ويصل السوق إلى أعلى درجات الكفاءة حينما لا يستطيع أى فرد أو منشأة

استخدام أى نوع من المعلومات فى تحقيق أرباح غير عادية من فروق الأسعار ، وتصل درجة كفاءة السوق إلى أدناها إذا ما استطاع أحد المستثمرين استخدام المعلومات الجديدة فى تحقيق الأرباح عن طريق فروق الأسعار بينما تنعدم كفاءة السوق تماما إذا ما استطاع أحد المتعاملين من استخدام معلومات تاريخية لتحقيق هذه الأرباح على حساب الآخرين .

إن السوق الكفء بمعناه القوى لم يتحقق بعد وذلك لأنه لا يزال فى الواقع العملى من هم لديهم القدرة على استخدام واستغلال ما يتوافر لهم من معلومات خاصة جدا فى عمل استثمارات معينة ومن ثم تحقيق أرباح على حساب مجموع المستثمرين ، وحتى فى الولايات المتحدة فإنه لا يتوافر السوق الكفء القوى بل تشير التجارب والأبحاث إلى أن سوق المال والاستثمار هى من النوع متوسط القوة أو نصف القوى فقط .

التفسير الرياضى لكفاءة السوق :

إذا كانت مجموعة المعلومات التى يستخدمها السوق (المستثمرون) لتحديد أسعار الأوراق المالية هى كل المعلومات الواجب توافرها واستخدامها فإنه لن توجد مشكلة وسوف يتم تقييم وتسعير الأوراق المالية باستخدام كل ما هو مناسب من معلومات ، ولكن تنشأ المشكلة عندما لا يتمكن السوق من استخدام كل المعلومات الملائمة والمتاحة والان بافتراض الرموز التالية :

ل١ = مجموعة المعلومات المتاحة والملائمة لتحديد أسعار الأوراق المالية

ل٢ = مجموعة المعلومات المتاحة التى يستخدمها السوق فى تحديد أسعار الأوراق المالية

أذن : ل٢ $\geq$ ل١

وهذا معناه أن المعلومات المتوفرة للسوق قد تكون :

أ- مساوية للمعلومات الملائمة لتحديد أسعار الأوراق المالية .

ب- أقل من المعلومات الملائمة لتحديد أسعار الأوراق المالية .

وفى حالة ما إذا كانت المعلومات الملائمة هى نفسها المعلومات المستخدمة فى السوق فإن السوق فى هذه الحالة يتميز بالكفاءة ، إما إذا لم تكن المعلومات متساوية فإن حالة خلل تسود السوق لعدم وفرة كافة المعلومات التى تمكنه من تحديد الأسعار وبالتالى فالسوق غير كفء .

ويجب ملاحظة أن السوق يكون كفء فى حالة إذا ما استطاع تحديد أسعار الأوراق المالية الفردية (كل على حدة) بما يحقق التوازن بمعناه الاقتصادى أى عندما يتعادل الطلب على كل ورقة مالية فردية مع المعروض منها فى السوق .

السوق الكفء والسوق التام :

السوق الكفء يعتبر أكثر مرونة فى شروطه من السوق التام ولذلك فالسوق التام ليس شرطا ضروريا لوجود السوق الكفء . فالسوق التام فى معناه العام يعنى عدم وجود أى قيد على حرية المستثمرين سواء فيما يتعلق بالمعاملات المالية أو الاستثمارية .

وحتى يتبين لنا الفرق بين السوق الكفء والسوق التام نذكر فيمايلى خصائص وشروط السوق التام وهى :-

١- عدم وجود تكاليف للمعاملات الاستثمارية :

فالسوق التام يتطلب إمكانية قيام المستثمر ببيع وشراء الأوراق المالية بدون وساطة وبدون تكاليف مثل إجرة السمسار وعمولة بيع وشراء الأوراق المالية أو تكلفة إصدار الأوراق المالية فوجود مثل هذا النوع من التكاليف قد يعوق بعض الأفراد من التعامل فى سوق الأوراق المالية مما يحد من حرية التعامل .

٢- عدم وجود قيود على الاقتراض :

والمقصود بهذه القيود ليس الضمانات التى يطلبها المقرض بل اختلاف تكلفة الحصول على القرض (سعر الفائدة) من فرد لآخر ، فالجميع فى السوق التام يعاملون بنفس الطريقة وبدون تحميلهم أية تكاليف إضافية وكذلك يجب ألا تختلف هذه التكلفة فى حالة الاقتراض عنها فى حالة الاقراض .

٣- توافر المعلومات للجميع بدون تكلفة :

يشترط لوجود السوق التام أن تتوافر المعلومات الاستثمارية بنفس القدر وبدون أى تكاليف لجميع المستثمرين لأنه إذا كانت المعلومات مكلفة فالقادر هو الذى يستطيع الحصول عليها وبالتالى قد تؤدى إلى وجود احتكار فى سوق المعلومات يؤثر على سوق المال .

٤- عدم وجود تكلفة افلاس:

فى السوق التام يجب توافر الحرية الكاملة فى القيام بعمل الاستثمارات (المشروعات) وكذلك الخروج أى ترك هذه الاستثمارات (المشروعات) وتصفيتها بدون أى تكاليف مثل التكاليف القانونية والمحاسبية وأى تكاليف أخرى تنشأ عن تصفية الاستثمار .

٥- عدم التمييز بين ضرائب الدخل وضرائب الأرباح الرأسمالية :

من المعروف أن المستثمر يحقق عائدا من أحد مصدرين :

(أ) الدخل المباشر مثل توزيعات الأرباح على الأسهم .

(ب) المكاسب الرأسمالية الناشئة من فروق الأسعار فى الأوراق المالية .

ويشترط لوجود السوق التام أن تكون نسبة الضرائب على كلا المصدرين

واحدة وإلا أدى ذلك إلى وجود تفضيلات لسياسات معينة على حساب سياسات أخرى مثل تفضيل عدم توزيع أرباح إذا ما كانت الضرائب على هذه التوزيعات أعلى من ضرائب الأرباح الرأسمالية .

٦- عدم وجود تكلفة وكالة .

تنشأ تكلفة الوكالة من رغبة الملاك أو المقرضين فى التأكد من أن إدارة المشروع تعمل لصالحهم وليس لمصلحة الإدارة ذاتها .

من الخصائص والشروط السابقة نلاحظ أن السوق التام يعتبر أكثر صرامة فى شروطه من السوق الكفء فهو يتطلب العديد من الشروط والتى قد لا يمكن تحقيقها فى الواقع العملى لأنه حتى وإن لم يتوافر كثير من هذه الشروط فإنه قد يوجد السوق الكفء .

فالسوق الكفء يتطلب توافر المعلومات وهو الشرط الثالث من شروط السوق التام وذلك حتى يتمكن المستثمر من تقدير القيمة الحقيقية (سعر) للأوراق المالية وكذلك يتطلب الشرط السادس وهو المتعلق بتكلفة الوكالة حتى يكون الجميع على علم بأثر هذا النوع من التكاليف على قيمة المنشأة وبالتالى قيمة أوراقها المالية فى السوق .

قياس كفاءة السوق عمليا

يقوم فرض كفاءة السوق على أساس توافر وتماثل المعلومات واستيعاب السوق للرسالة التى تتضمنها تلك المعلومات وبالتالى إذا ما تحقق ذلك فالسوق (أى مجموع المستثمرين) يتمكن من تقدير القيمة الحقيقية والعادلة للأوراق المالية ومن ثم لا يتمكن أى فرد من الأفراد من ضرب السوق بتحقيق أرباح غير عادية عن طريق استغلال الآخرين .

ولاشك أنه من المفيد بل من الضرورى التعرف على نوع السوق الحالى السائد وهل هو من النوع الكفء أم غير الكفء ؟ وفى أى شكل من أشكال الكفاءة ؟ وهذا ما حاوله الباحثون والعلماء منذ ظهور هذه النظرية فى أواخر الستينات حيث أجرى العديد من الأبحاث التى تهدف إلى قياس كفاءة السوق .

وقد جاءت معظم نتائج هذه الأبحاث لتشير إلى أن السوق الكفء بشكله القوى غير موجود حتى فى أكثر الدول تقدما فلا يزال هناك البعض الذى يستطيع استخدام وتوظيف ما لديه من معلومات خاصة فى ضرب السوق وتحقيق أرباح غير عادية ، بينما قد يوجد السوق الكفء فى شكليه الضعيف أو نصف القوى .

أولاً: الشكل الضعيف للكفاءة :

إذا كانت اتجاهات أسعار الأسهم تسير فى شكل غير عشوائى فإن معنى ذلك أن تغيرات أسعار الحالية تعتمد على الأسعار السابقة أى غير مستقلة De-pendent عن بعضها البعض ، لذلك فاختبارات السوق الكفء فى شكله الضعيف تركز على فرض المسار العشوائى Random Walk .

ووفقا للمسار العشوائى فإن تغيرات أسعار الأسهم خلال الزمن تكون عشوائية ، أى تكون هذه التغيرات مستقلة (احصائيا) من فترة إلى أخرى فسعر السهم اليوم يكون مستقلا عن سعره بالأمس أو أى أيام سابقة أخرى .

ويجب أن يكون واضحا تمام الوضوح أننا نقصد التغيرات فى الأسعار وليس مستوى الأسعار (فالبعض يخلط بينهما) فعندما يكون سعر السهم اليوم ٥٠ جنيها فليس من المعقول أن يقفز سعره غدا إلى ٦٠ جنيها أو أن ينخفض إلى ٤٠ جنيه ولكن ما نقصده تماما فى هذه النقطة هو : نسبة التغير فى السعر يجب أن تكون عشوائية ولا أحد يستطيع أن يتنبأ بها على وجه الدقة .

واختبارات الشكل الضعيف قد تتم بإحدى طريقتين :

الطريقة الأولى : الاختبارات الاحصائية لتغيرات الأسعار ولاختبار عشوائية تغيرات الأسعار احصائيا يمكن استخدام :

١- اختبار الارتباط التسلسلي : Serial Correlation

والذي يتضمن قياس الارتباط بين تغيرات الأسعار لفترات زمنية متتالية وفواصل زمنية مختلفة في الأجل القصير ، فهذه الظاهرة تهمنا في الأجل القصير فإذا ما اتضح وجود ارتباط معنوي قوي بين تغيرات الأسعار في فترات متتالية فإن هذا معناه عدم استقلالية تغيرات الأسعار وبالتالي تقوم دليل على عدم كفاءة السوق في شكله الضعيف .

٢- اختبارات الإشارات : Signs Test

وفقا لهذا الاختبار يتم تصنيف تغيرات الأسعار في مجموعات على أساس التغير سواء + أو - وذلك من خلال سلسلة زمنية لتغيرات الأسعار في السهم ، ويتم حساب عدد مرات التغير من سالب إلى موجب أو من موجب إلى سالب وتقارن مرات التغير بتغيرات الأرقام العشوائية لمعرفة ما إذا كانت التغيرات في أسعار الأسهم عشوائية أم لا .

الطريقة الثانية : اختبار قواعد المتاجرة في الأسهم :

قد يتبع المستثمر أحد قواعد المتاجرة في الأسهم وذلك بأنه يقوم بشراء سهم معين إذا اتجهت أسعار هذا السهم للزيادة بنسبة معينة ويحتفظ بهذا السهم حتى إذا ما انخفض سعره بنسبة معينة يتم بيعه وهكذا وهي ما يطلق عليها قاعدة التصفية أو الفلترة Filter Rule .

وبالطبع فالاستراتيجية السابقة هي عكس استراتيجية الشراء والاحتفاظ

بالسهم فى الأجل الطويل Buy and Hold ، ولذلك فاختبار كفاءة السوق هنا يقوم على أساس المقارنة بين هاتين القاعدتين فى المتاجرة وهو يتم باستخدام أسلوب المحاكاة .

فإذا اتضح أن قاعدة التصفية تحقق أرباحا أعلى فى المتوسط من أرباح استراتيجية الشراء والاحتفاظ فإن هذه مؤداه أن السوق غير كفء ، لأن هذا يعكس إمكانية قيام بعض المستثمرين بعمل أرباح غير عادية على حساب الآخرين .

ثانيا: *الشكل متوسط الكفاءة*:

تقوم اختبارات الشكل متوسط الكفاءة على أساس قياس مدى وسرعة استجابة أسعار الأسهم لأى أحداث جديدة أو معلومات مرتبطة بالسوق ، فالتوقيت هنا يعتبر عنصراً حيوياً فقد لا تستجيب الأسعار لأى تغيرات بسرعة ومن ثم يتمكن بعض المستثمرين من تحقيق أرباح غير عادية .

ولاختبار الشكل نصف القوى للسوق الكفء فإننا نستخدم أحد مدخلين :

المدخل الأول:

التنبؤ بمعدلات العائد المتوقعة فى المستقبل اعتمادا على معدلات العائد الحالية ، وهذا قد يتم بأسلوب تحليل السلاسل الزمنية أو التحليل عبر القطاعى Cross - Section .

المدخل الثانى:

مدى استجابة أسعار الأسهم لأى حداث جديدة أو تغيرات فى السوق سواء على مستوى النشاط الاقتصادى أو القطاع أو المنشأة .

ولكن قبل استخدام أى من هذين المدخلين فإن العوائد على الأسهم خلال فترة الدراسة لابد من أن يتم تعديلها ليعكس تغيرات السوق فى عائد (مؤشر) الأسهم مجتمعة أو تعكس تغيرات العائد الفعلى للسهم ذاته عما هو مطلوب أو متوقع ، ومثل هذا التعديل سوف يحقق هدفا مهما وهو مدى تحقيق السهم لأرباح غير عادية ، فالربح غير العادى يعنى قدرة السهم على تحقيق أرباح تفوق وتزيد عن متوسط عائد السوق أو معدل العائد المطلوب على السهم ذاته

وهذا التعديل الضرورى - قبل الفحص - يمكن أن يتم كايلى :

الأسلوب الأول : التعديل وفقا لعائد السوق :

$$\text{ع غ}_{\text{أز}} = \text{ع}_{\text{أز}} - \text{ع}_{\text{س ز}}$$

حيث :

$\text{ع غ}_{\text{أز}}$ = العائد غير العادى للسهم أ فى الفترة ز

$\text{ع}_{\text{أز}}$ = العائد للسهم أ فى الفترة ز

$\text{ع}_{\text{س ز}}$ = العائد للسوق فى الفترة ز

والعيب الوحيد مع هذا الأسلوب أنه لا يعكس الاختلافات فيما بين الأسهم فيما يتعلق بدرجة التأثر بالسوق ، فهو يفترض أن جميع الأسهم (أو المحافظ) تتأثر بنفس الدرجة بالسوق وهو غير صحيح .

الأسلوب الثانى : التعديل وفقا لمعدل العائد المطلوب :

لذلك فالمؤشر (بالأسلوب) الثانى يعالج هذا العيب حيث :

$$\text{ع غ}_{\text{أ ز}} = \text{ع}_{\text{أ ز}} - \text{م ع}_{\text{أ ز}}$$

حيث :

$م ع م_{أ ز}$ = معدل العائد المطلوب للسهم أ فى الفترة ز

والميزة فى المعدل الأخير أنه يعكس درجة تأثر السهم أ بالسوق من خلال ربط العائد على السهم ذاته بالسوق مباشرة .

كمثال على ذلك :

إذا كان عائد السهم أ خلال فترة معينة هو ١٥ ٪ بينما عائد السوق خلال نفس الفترة هو ١٢ ٪ باستخدام الأسلوب الأول :

$ع غ_{أ ز}$ = ١٥, - ١٢, = ٠٣,

ولكن إذا علمنا أن معدل العائد المطلوب على السهم أ هو ١٦ ٪ : باستخدام الأسلوب الثانى :

$ع غ_{أ}$ = ١٥, - ١٦, = -٠١,

نلاحظ أن العائد غير العادى من الأسلوب الأول جاء موجبا بينما مع الأسلوب الثانى جاء سالبا وربما يكون الأسلوب الثانى أفضل لأنه يراعى علاقة كل سهم مع السوق ولا يفترض ثبات هذه العلاقة مع كل الأسهم .

واختبارات الشكل نصف القوى كما أشرنا تقيس : مدى قدرة المستثمر على تحقيق أرباح غير عادية ، ويفترض أنه إذا كان السوق يتصف بالكفاءة فلا أحد يستطيع تحقيق مثل هذا الأرباح وبالنسبة للمدخل الأول (التنبؤ بالعائد) ، فقد جاءت نتائج الأبحاث ضد فرض كفاءة السوق فى أغلبها حيث وجدت علاقة جوهرية بين الأرباح الحالية وامكانية التنبؤ بالأرباح مستقبلا ، كما لوحظ أيضا ما يطلق عليه ظاهرة يناير أو نهاية العام حيث يقوم المستثمرون بتصفية بعض الاستثمارات وإعادة استثمار حصيلتها فى يناير وفى المقابل قد ت بعض

... يشترون الأسهم في ديسمبر ويعيدون بيعها في يناير ومن هنا يحققون عائدا أعلى مما هو متوقع .

أيضا لوحظ ما يسمى بأثر نهاية الأسبوع Weekend-Effect حيث تكون أسعار الأقفال فى نهاية الأسبوع أعلى (فى المتوسط) ، ثم تنخفض مع بداية الأسبوع التالى ، والمستثمرون هنا يمكنهم البيع فى نهاية الأسبوع واعادة الشراء فى بداية الأسبوع التالى مما يمكنهم من تحقيق الربح غير العادى .

أما بالنسبة للمدخل الثانى وهو تأثير الأحداث على أسعار الأسهم ، فإن مؤيدى السوق الكفء يعتقدون أن أسعار الأسهم لابد وأن تعكس بشكل فورى مثل هذه الأحداث ، وقد تم فحص أكثر من حدث .

١- اشتقاق أو تقسيم الأسهم Stock Splits .

٢- التغير فى بعض السياسات المحاسبية (الاهلاك - تقييم بضاعة آخر المدة) .

٣- الاندماج بين الشركات أو اعادة التنظيم .

٤- الاحداث العالمية غير المتوقعة .

٥- التغير فى السياسات الاقتصادية (نقدية - ومالية) وآثارها .

٦- اعادة تسجيل الأوراق المالية .

وعلى عكس دراسات وأبحاث المدخل الأول ، فإن نتائج الدراسات التى أجرت وفقا للمدخل الثانى تؤيد وجود فرض السوق الكفء عدا بعض الدراسات القليلة عن اعادة تسجيل الأسهم فى بورصات قومية بدلا من البورصات المحلية .

والأسلوب المتبع فى المدخل الثانى يتم على أساس تحليل سلوك الأسعار حول الحدث ذاته بحيث تتم الدراسة على فترتين .

الفترة الأولى : قبل الحدث .

الفترة الثانية : بعد الحدث .

ثم تجرى مقارنة نتائج الفترتين معا لمعرفة وجود اختلاف جوهرى من عدمه ، وفقا للسوق الكفء في شكله نصف القوى يفترض عدم قدرة أى من المستثمرين على تحقيق الأرباح غير العادية سواء قبل أو بعد الحدث . وكما ذكرنا فإن معظم الأبحاث تؤكد ذلك .

ثالثاً: الشكل قوى الكفاءة :

الشكل القوى يعنى – كما قلنا – أن السوق وأسعار الأسهم تعكس فى الحال كل المعلومات سواء كانت عامة أو خاصة وبالتالى لا مجال للعالمين ببواطن الأمور أن يحققوا مكاسب غير عادية .

ولذلك يقوم اختبار الشكل القوى على تصرفات هؤلاء العالمين ببواطن الأمور أو العارفين باسرار الشركة وهؤلاء قد يكونوا مديرين أو مساهمين رئيسين فى الشركة وحيث أن مثل هؤلاء يعلمون قبل غيرهم فإنهم فى هذه الحالة يمكنهم المتاجرة (بيع أو شراء) فى الأسهم حتى يحققوا أرباحا غير عادية .

والخلاصة أن نتائج الأبحاث والدراسات المتعلقة باختبار كفاءة السوق فى اشكاله الثلاثة تشير إلى أن سوق الأوراق المالية فى الدول المتقدمة كالولايات المتحدة من النوع نصف القوى فقد وجد أن الأسعار تستجيب وبسرعة لأى معلومات عامة أو أحداث ولكنها قد لا تستجيب بنفس السرعة للمعلومات الخاصة المتاحة لبعض الناس .

نظام المعلومات الاستثمارية

لاشك أن المعلومات هي أهم دعائم السوق المالي الكفء فلكي يتمكن المستثمرون من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية فلابد من أن يكونوا على علم بما يجرى من أحداث سواء على مستوى الاقتصاد القومي والقطاع الاقتصادى الذى يتتمون إليه أو الوسائل الاستثمارية المختلفة بالاضافة إلى أى عوامل اخرى قد يكون لها تأثير على المعاملات الاستثمارية التي تتم أو من المتوقع أن تتم في السوق .

ونظام المعلومات الاستثمارية قد يكون وصفيا أو تحليليا ومن المفضل بالطبع أن يتضمن الاثنين معا :

أ- المعلومات الوصفية :

وهي تلك المعلومات التي تقدم حقائق وتصف السلوك الاقتصادى والاستثماري في فترات سابقة عن السوق والوسائل الإستثمارية المختلفة .

ب- المعلومات التحليلية :

وهي التي تقدم للمستثمر البيانات الجديدة والحالية وتتضمن التنبؤات نتيجة لربط الأحداث والمتغيرات وكذلك التوصيات التي ترشد المستثمر في المستقبل .

وهذه المعلومات تزيد من قدرة المستثمر (أو مستشاره المالي) على بناء توقعاته فيما يتعلق بالعائد والمخاطرة للاستثمارات الحالية أو المرتقبة بالاضافة إلى امكانية تجنب أى تقديرات خاطئة قد يقع فيها المستثمر نفسه في حالة عدم وفرة هذه المعلومات .

أنواع المعلومات الاستثمارية :

١- المعلومات الاقتصادية العامة والبيئية :

وهى تلك المعلومات المتعلقة بالنظام الاقتصادى ككل والاحداث الجارية سواء كانت اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية وترتبط هذه المعلومات بالبيئة الخارجية المحيطة والتى تهم المستثمر وتزيد من قدرته على التعرف على البيئة الاستثمارية والجوانب الخارجية التى قد تؤثر فى قراراته .

واهتمام المستثمر ووعيه بهذه الجوانب البيئية وقدرته على ربط هذه الجوانب بمختلف الاستثمارات التى تعنيه سوف يساعده حتما على اتخاذ قرارات أكثر رشدا .

٢- معلومات عن الصناعة والشركات :

هذه المعلومات هى أكثر تفصيلا فيما يتعلق بصناعة معينة والشركات التى تعمل فى مجال هذه الصناعة . ولكى يختار المستثمر مشروعاته الاستثمارية سواء المادية أو المالية فإنه فى هذه الحالة لابد وأن يكون على علم بما يجرى فى هذه الصناعة ومؤشراتها وامكانية الدخول فيها وما إلى ذلك من معلومات تفيد المستثمر فى اتخاذ قراره .

٣- معلومات عن أسعار الأوراق المالية :

تعتبر هذه المعلومات ذات أهمية خاصة للمستثمرين وكذلك الباحثين الذين يهتمون بتتبع سلوك سوق المال وتأثره بما يجرى من أحداث بيئية أو على مستوى الصناعة والشركات ويفترض أن هذه الأسعار تعتبر مؤشرا جيدا لمثل هذه الأحداث .

ومعلومات الأسعار تتضمن تقرير عن كل ما يتعلق بورقة مالية معينة مثل

السعر (أعلى وأدنى سعر) خلال فترات سابقة واسم الشركة مصدرة الورقة ، وتوزيعات الأرباح أن وجدت وكذلك معدل السعر للأرباح هذا بالاضافة إلى الكمية المباعة من الورقة المالية خلال يوم التقرير وكذلك أعلى وأدنى سعر وأيضاً سعر الاقفال ثم أخيراً صافى التغير بين سعر اليوم وسعر الأمس. وكما ذكرنا فإن هذه البيانات تعتبر فى غاية الأهمية بالنسبة للمستثمر الحالى أو المرتقب حيث يبنى توقعاته فيما يتعلق باستثمار معين على أساس هذه المعلومات المباشرة .

وفى الولايات المتحدة الأمريكية يوجد عدد من المؤسسات التى تعنى بنشر مؤشرات ومتوسطات أسعار الأوراق المالية وهذه المؤشرات تلعب دورا هاما فى تقييم أداء سوق الاستثمار وكذلك تقييم أداء أى استثمار فردى من خلال علاقته بالسوق . ومن أمثلة هذه المؤسسات هناك مؤسسة داو جونز Dow Jones وكذلك S&P وغيرها هذا بالاضافة إلى مؤشرات البورصات الكبيرة مثل بورصة نيويورك وهى ما تم مناقشته فى الفصل السابق .

إن الوعى الاستثمارى المنشود لن يتحقق بدون اعلام وافصاح كامل لكافة البيانات التى تهم المستثمر المصرى والأجنبى على حد سواء ، ولذلك فإن هذه المسئولية مشتركة بين هيئة سوق المال وهيئة الاستثمار والنظام المصرفى وأخيراً الجامعات التى يمكنها التعاون مع هذه الجهات من أجل وضع أساس لنظام معلومات استثمارية متكامل ، كما أن الصحافة يمكن أن تلعب دورا هاما جداً فى نشر هذا الوعى بتقديم كافة المعلومات والبيانات وتحليلاتها .

الفصل السابع

مؤشرات سوق الأوراق المالية(١)

السوق كلمة تطلق على كل الاستثمارات المالية والمتعاملين فيها وتعبر عن الأنشطة الاقتصادية بمختلف أنواعها ، فالسوق يضم الأوراق المالية المصدرة من جميع الشركات على اختلاف أنشطتها الاقتصادية كالشركات الصناعية والزراعية والعقارية والخدمية والتجارية وغير هذه الأنواع من الأنشطة .

والأداء الكلى للسوق يساعد المستثمر الحالى أو المرتقب فى التعرف على الحالة العامة للسوق ومن خلال هذا الأداء الكلى يمكنه (أى المستثمر) الربط بين أداء استثماره سواء كان فرديا أو محفظة وأداء السوق .

ومؤشرات سوق الأسهم تعتبر من أهم الأدوات التى تمكن المستثمر من تحليل وفحص الأداء الكلى للسوق والتعرف على اتجاهاته صعودا أو هبوطا ومن ثم إمكانية التنبؤ باتجاهات المستقبل ، ومؤشرات السوق تعبر عن حركة الأسعار فإذا ما تم بناء هذه المؤشرات على أسس سليمة فإنه يمكن القول بأن هذه المؤشرات تمثل أو تعبر عن السوق .

اسس بناء (تكوين) مؤشر السوق :

لكى يتم تكوين مؤشر سوقى جيد غير متحيز ويمثل السوق فإنه لابد من مراعاة الشروط التالية :

١- حجم العينة :

حجم العينة والممثلة فى المؤشر لابد وأن يكون معنويا بمعنى أن يكون جزءاً كبيراً من الأسهم فى البورصة وكلما زاد هذا الجزء كلما كان المؤشر المحسوب على هذه العينة ممثلا للسوق ويمكن الوثوق به ، وبالطبع يفضل استخدام كل

---

(١) المرجع السابق، ص ص٢٥ - ٣٩.

الأسهم المقيدة والمتداولة فى السوق إلا إذا كان بعض هذه الأسهم يعانى من مشكلات معينة خاصة مشكلة عدم التعامل فى هذه الأسهم أو إن تكون أسعار هذه الأسهم لا تمثل القيمة الحقيقية لها وإلا أعطى المؤشر اتجاهات خاطئة .

٢- تمثيل الأنشطة الاقتصادية والقطاعات المختلفة :

عند اختيار عينة لبناء مؤشر سوقى لابد وأن يتضمن ذلك كل الأنشطة الاقتصادية والقطاعات الممثلة فى السوق حتى يمكن القول بأن هذا المؤشر يمثل السوق فعلا ، أما إذا كان المؤشر عن صناعة معينة فالأمر هنا يختلف حيث يتضمن الأوراق المالية الخاصة بهذه الصناعة فقط .

٣- الأوزان النسبية :

لابد من تخصيص وزن لكل مفردة (سهم) من مفردات العينة وقد يعطى وزن متساو لكل سهم فى العينة أو وزن على أساس القيمة السوقية لهذه الورقة فى يوم معين .

وعندما يعطى وزن متساو فإنه فى هذه الحالة تكون كل مفردة لها احتمال متساو فى العينة المختارة ، أما الوزن المعطى على أساس القيمة السوقية فإنه يعبر عن القيمة السوقية للسهم منسوبا للقيمة السوقية لكل الأسهم فى العينة ، وسوف نرى فيما بعد الاختلافات بين الأسلوبين وأثرهما على المؤشر ذاته .

٤- الوضوح :

من الضرورى أن يتم حساب المؤشر بطريقة واضحة ومفهومه حتى يمكن تفسيره والاستفادة منه وإن يكون جميع المستثمرين والجمهور على علم بهذه الطريقة ومن ثم إمكانية استخدام المؤشر فى تفسير وتحليل الظواهر المرتبطة به .

مؤشرات أسواق الأسهم

المؤشر يعبر عن قيمة معينة لكل الأسهم في تاريخ معين ، وتتأثر قيمة هذا المؤشر بالطريقة المستخدمة في حسابه والتي قد تقوم على أحد ثلاثة مداخل :

المدخل الأول : *الترجيح بالسعر :*

والمؤشر وفقاً لهذا المدخل هو عبارة عن متوسط أسعار الأسهم في لحظة أو تاريخ معين ، ومن أمثلة هذا المؤشر أو المتوسط : مؤشر داو جونز الصناعي وهو من أقدم المؤشرات حيث يرجع تاريخه إلى عام ١٨٩٦ .

ومؤشر داو جونز الصناعي بدأ بحوالي ٢٠ شركة صناعية كبيرة تمثل قيادات الشركات الكبرى في الولايات المتحدة وفي عام ١٩٢٨ زاد عدد الشركات الممثلة في المؤشر إلى ثلاثين شركة وحتى يومنا هذا .

ويتم حساب مؤشر داو جونز الصناعي بجمع أسعار الأسهم المختارة في العينة وقسمة هذا المجموع على عددها ، ولكن تم تغيير هذا المقسوم عليه فيما بعد عام ١٩٢٨ ومن ثم أصبح من الضروري تعديله في كل مرة ليعكس تقسيمات الأسهم Stock Splits وتوزيعات الأرباح في صورة أسهم وكذلك تغير عدد الشركات المختارة في العينة .

$$\text{مؤشر داو جونز الصناعي} = \frac{\text{مجـ}_{30}\ \text{س أ ، ز}}{\text{ن}}$$

حيث :

س أ ، ز = سعر الاقفال لسهم أ في يوم ز .

ن = مقسوم عليه معدل .

ولحساب المؤشر نضرب المثال التالى :

	الفترة الأولى		الفترة التالية	
السهم	س١	٪	س٢	٪
١	٤٠	٣٣,٣	٤٥	٣٦
٢	٦٠	٥٠	٥٥	٤٤
٣	٢٠	١٦,٧	٢٥	٢٠
	١٢٠	١٠٠	١٢٥	١٠٠

قيمة المؤشر = $\frac{١٢٠}{٣}$ = ٤٠ فى الفترة الأولى ، ٤١,٦٧ فى الفترة التالية

ومن ثم فإن متوسط العائد = $\frac{٤١,٦٧ - ٤٠}{٤٠}$ = ٤,٢ ٪

وقد تقوم الشركة بتقسيم الأسهم أى زيادة عدد الأسهم الحالية بدون أى زيادة فى رأس المال ، بمعنى أنه إذا كانت الأسهم الحالية لشركة ما هى ١٠٠٠٠ سهم بسعر ١٠٠ جنيه للسهم فإن الشركة قد تقوم بزيادة عدد الأسهم إلى ٢٠٠٠٠ سهم بدون زيادة رأس المال أى أن سعر السهم الجديد سوف ينخفض من ١٠٠ إلى ٥٠ جنيه ، وفى هذه الحالة يقال أن كل سهم تم تقسيمه إلى سهمين .

ولكن ما أثر هذه التقسيم على المؤشر المرجح بالسعر : فى هذه الحالة لابد من تعديل المقسوم عليه ليعكس هذا التقسيم وبالتالى تتلافى أثر التقسيم على قيمة المؤشر ، ولايجاد هذا المقسوم عليه فإنه يتم حساب المؤشر قبل التقسيم ثم تستخدم هذه القيمة كأساس لحساب المقسوم عليه الجديد أو المعدل :

عودة للمثال السابق إذا ما تم تقسيم السهم الثانى إلى سهمين لكل سهم إن هذا يتم كمايلى :

السهم	السعر قبل التقسيم	السعر بعد التقسيم
١	٤٠	٤٠
٢	٦٠	٣٠
٣	٢٠	٢٠

قيمة المؤشر ١٢٠ / ٣ = ٤٠   ٩٠ / م ع = ٤٠

حيث م ع = مقسوم عليه

إذن م ع الجديد = ٢,٢٥

ومما يؤخذ على مدخل الترجيح بالأسعار أن الأسهم ذات الأسعار العالية يعطى لها أوزان أكبر فى المؤشر ، فالسهم رقم ٢ فى المثال السابق يحمل وزنا أكبر من باقى الأسهم وبالتالى فإن التغير فى سعر هذا السهم وحده يكون تأثيره أكبر على قيمة المؤشر وإذا كان هذا التغير بالزيادة أو بالنقص بمعنى إن تغير سعر السهم الثانى بنسبة ١٠٪ مثلا زيادة أو نقص سوف يكون تأثيره أكبر من تغير بنفس النسبة للسهم الثالث أو الأول .

المدخل الثانى : مدخل الأوزان المتساوية أو عدم الترجيح :

وفقاً لهذا المدخل فإن جميع الأسهم الداخلة فى العينة المختارة لبناء المؤشر تعطى أوزانا متساوية بصرف النظر عن سعر السهم أو قيمته ، معنى ذلك أنه يعطى نفس الوزن لأى من الأسهم سواء كان سعره ٢٠ جنيه أو ٦٠ جنيه وأيضاً بصرف النظر عن القيمة الكلية فى السوق .

وهذا المؤشر يقوم على إفتراض هام وأساسى وهو أن المستثمر سوف يقوم

بإستثمار مبلغا متساويا فى كل سهم من الأسهم المكونة للمحفظة أى أن المستثمر الذى يرغب فى استثمار مبلغا من الأموال وقدره مثلا ١٥٠٠ جنيه عليه أن يوزع هذا المبلغ بالتساوى على جميع الأسهم فى المحفظة ، فإذا كان لدينا ثلاثة أسهم فإنه يجب أن يستثمر ٥٠٠ جنيه فى كل سهم من هذه الأسهم وذلك بشراء عدد من الأسهم وفقا لهذا المبلغ .

السهم	سعر السهم	عدد الأسهم	المبلغ
١	٥٠	١٠	٥٠٠
٢	١٠٠	٥	٥٠٠
٣	١٠	٥٠	٥٠٠
			١٥٠٠

وبالطبع فإن مثل هذا المؤشر الذى يعطى أوزانا متساوية للأسهم فإنه يتجاهل حجم المنشآت مصدرة الأسهم .

المدخل الثالث : الترجيح بالقيمة السوقية :

القيمة السوقية هى حاصل ضرب الكمية فى السعر ، أى عدد الأسهم المصدرة من كل سهم مضروبا فى السعر السوقى للسهم وهذه القيمة تستخدم كوزن نسبى فى بناء المؤشر السوقى ، حيث :

$$\text{ش}_{\text{ر}} = \frac{\text{مجـ}\ \text{س}_{\text{ر}}\ \text{د}_{\text{ر}}}{\text{مجـ}\ \text{س}_{\text{ص}}\ \text{د}_{\text{ص}}} \times \text{ق}_{\text{م}}$$

حيث :

$\text{ش}_{\text{ر}}$ = المؤشر فى فترة ما ر .

$\text{س}_{\text{ر}}$ = سعر الأقفال فى الفترة ر

$د_ز$ = عدد الأسهم فى الفترة ز

$س_س$ = سعر الاقفال للسهم فى فترة الأساس

$د_س$ = عدد الأسهم فى فترة الأساس

$ق_م$ = قيمة مبدئية للمؤشر (١٠٠ أو ١٠ أو أى رقم آخر)

مثال :

بافتراض أن الأسعار س١ فى المثال تمثل فترة الأساس ، والأسعار س٢ تمثل الفترة التالية وعدد الأسهم من كل شركة فى الفترتين كمايلى :

السهم	الفترة الأولى (الأساس)	الفترة الثانية
١	١٠٠٠	١٠٠٠
٢	٢٠٠٠	٢٠٠٠
٣	٤٠٠٠	٤٠٠٠

وبافتراض ق م = ١٠٠

$$س_ز = \frac{٤٥ \times ١٠٠٠ + ٥٥ \times ٢٠٠٠ + ٢٥ \times ٤٠٠٠}{٤٠ \times ١٠٠٠ + ٦٠ \times ٢٠٠٠ + ٢٠ \times ٤٠٠٠} \times ١٠٠$$

$$= \frac{٢٥٥٠٠٠}{٢٤٠٠٠٠} \times ١٠٠ = ١٠٦,٢٥$$

ومن المميزات الأساسية لهذا المؤشر أنه لا يحتاج لتعديل مثلما يحدث مع المؤشرات السابقة خاصة بسبب تقسيم الأسهم وذلك لأن تقسيم الأسهم وإن نتج عنه نقص فى سعر السهم إلا أن هذا يتم تعويضه بصورة تلقائية فى عدد الأسهم ذاتها ولكى نرى ذلك بوضوح بافتراض أن السهم الثانى قد تم تقسيمه إلى سهمين : فتقل قيمته من ٦٠ إلى ٣٠ ولكن فى نفس الوقت فإن عدد

الأسهم يزيد من ٢٠٠٠ إلى ٤٠٠٠ سهما وبالتالى تظل قيمة المؤشر كما هى بدون تأثر بهذا التقسيم .

ومن أمثلة هذا النوع من المؤشرات :

١- مؤشر سوق المال المصرى .

٢- مؤشر بورصة نيويورك NYSEI .

٣- مؤشر ستاندارد آندبور S & P

وجميع هذا المؤشرات تستخدم فترة أساس كنقطة بداية ولكن قد يكون الاختلاف بينها فى القيمة المبدئية للمؤشر فسوق المال فى مصر يستخدم ١٠٠ كقيمة مبدئية بينما مؤشر ستاندارد آندبور يستخدم ١٠ ، كما قد تختلف فى العينة المستخدمة من الأسهم فالمؤشر الأخير يتكون من ٥٠٠ سهم فقط بينما مؤشر بورصة نيويورك يستخدم كل الأسهم وكذلك مؤشر سوق المال فى مصر وإن كان عدد الأسهم فى السوق الأخير أقل بكثير من بورصة نيويورك .

استخدامات المؤشرات السوقية :

أشرنا من قبل إلى أن المؤشرات السوقية تعبر عن اتجاهات السوق والنشاط الاقتصادى ككل ، ونناقش فى هذا الجزء استخدام المؤشرات السوقية .

أولا : تقييم أداء المحفظة :

يمكن استخدام سلسلة زمنية من المؤشر السوقى كأساس لحساب العائد والمخاطرة السوقية التى تمثل النشاط الاقتصادى ككل وبالتالى فإذا كنت مستثمرا فى استثمار فردى أو محفظة مكونة من أى عدد من الأسهم فإنه يمكن فى هذه الحالة تقييم أداءا استثمارك بالنسبة للسوق .

فالمؤشر السوقى يمكن استخدامه لتقدير العائد والمخاطر المرجعية والتى تساعد فى التعرف على أداء الاستثمار سواء كان فرديا أو محفظة .

ثانيا: تقدير المخاطرة المنتظمة للسهم:

أشرنا فى فصل سابق إلى أن المخاطرة الكلية لأى استثمار (فردى أو محفظة) تنقسم إلى جزءين، جزء يمثل المخاطرة المنتظمة وهى ما تنشأ من السوق ككل وجزء آخر يمثل المخاطرة غير المنتظمة وهو ما يرجع للمنشأة ذاتها .

وتقدير المخاطرة المنتظمة لأى استثمار يتم عن طريق الربط بين العائد على هذا الاستثمار والعائد على السوق (مؤشر السوق) ، فإذا ما توافر لنا مؤشر سوقى جيد يعبر فعلا عن السوق فإننا فى هذه الحالة يمكننا الربط بين عائد السهم وعائد السوق حيث :

$$ع_{أ} = ث + ب ع_{س} + خ$$

والمعادلة السابقة تسمى معادلة انحدار العائد على الاستثمار فى السهم على العائد السوقى ، وبتقدير هذه المعادلة نحصل على المقدار ب أو بيتا وهى ما تمثل معامل المخاطرة المنتظمة وسوف نتناولها بالتفصيل فيما بعد .

ثالثا: علاقات المتغيرات الاقتصادية بالمؤشر السوقى:

أيضاً يساهم المؤشر السوقى فى التعرف على تلك العوامل التى قد تؤثر فى أسعار الأسهم فى السوق على مستوى الاقتصاد الكلى ، فمن المتوقع أن يكون لعرض النقود فى المجتمع تأثيره على أسعار الأسهم وتحركاتها وكذلك معدلات التضخم وأسعار الفائدة إلى غير ذلك من العوامل الاقتصادية .

رابعا: التحليل الفنى:

يقوم التحليل الفنى على افتراض أساسى وهو أنه يمكن استخدام أسعار الأسهم التاريخية والحالية للتنبؤ بهذه الأسعار مستقبلا ، ولذلك فإنه بتوافر سلسلة زمنية بهذه المؤشرات السوقية سوف يساعد المحلل الفنى على فحص الأسعار السابقة والحالية والتنبؤ بالأسعار فى المستقبل .

استخدام المؤشر السوقى لتقدير عائد ومخاطرة السوق :

ذكرنا أن المؤشر السوقى الجيد غير المتحيز يمكن استخدامه لتقدير عائد ومخاطرة السوق لكل ، وفيمايلى نشرح بالتفصيل كيفية ذلك :

مثال:

بافتراض حصولك على بيانات بالمؤشر السوقى (سوق المال فى مصر) كمايلى :

الفترة شهر	قيمة المؤشر	العائد السوقى	سعر السهم أ	عائد السهم أ
صفر	١٠٦	-	٤٠	-
١	١٠٦,٥	,٠٠٥	٤٢	,٠٥
٢	١٠٥	-,٠١٤	٣٩	-,٠٧١
٣	١١٠	,٠٤٨	٤٥	,١٥٤
٤	١١٢	,٠١٨	٤٨	,٠٦٧
٥	١١٤	,٠١٨	٥٠	,٠٤٢
٦	١١٦	,٠١٧٥	٥١	,٠٢
٧	١٢٠	,٠٣٤٥	٥٢	,٠٢
٨	١١٨	-,٠١٧	٤٨	-,٠٧٧
٩	١٢٣	,٠٤٢	٤٩	,٠٢

حيث العائد السوقى يتم حسابه كمايلى :

$$\text{ع س} = \frac{\text{قيمة المؤشر}_{1} - \text{قيمة المؤشر}_{\text{صفر}}}{\text{قيمة المؤشر}_{\text{صفر}}}$$

وباستخدام المعادلة السابقة يمكن تقدير العائد السوقى :

متوسط العائد السوقى (الحسابى) =

$$\frac{٠,٠٠٥ + (-٠,١٤) + ٠,٠٤٨ + \cdots\cdots + ٠,٠٤٢}{٩}$$

= ٠,٠١٧ أو ١,٧٪ فى المتوسط

كما يستخدم معادلة الانحراف المعيارى (أو التباين) فى الفصل الأول كمقياس للمخاطرة الكلية للسوق .

تباين السوق =

$$\frac{(٠,٠٠٥ - ٠,٠١٧)^٢ + (-٠,١٤ - ٠,٠١٧)^٢ + \cdots + (٠,٠٤٢ - ٠,٠١٧)^٢}{٩ - ١}$$

= ٠,٠٠٠٥٢

اذن الانحراف المعيارى = $\sqrt{٠,٠٠٠٥٢}$ = ٠,٠٢٢٨

وباستخدام المؤشر السوقى قد حصلنا على رقمين فى غاية الأهمية متوسط عائد السوق وهو ١,٧٪ ودرجة المخاطرة الكلية (الانحراف المعيارى) وهى حوالى ٢,٣٪ وهاتين القيمتين تساعد فى الحكم على أداء أى استثمار فردى أو محفظة .

فإذا كان لديك استثمار فى محفظة (أو فردى) عائده ١٠٪ ولكن مخاطرته ٢٠٪ فإن بمقارنة ذلك بالعائد والمخاطرة السوقية يمكن الحكم على أداء هذه المحفظة حيث :

معامل الإختلاف للمحفظة = $\frac{٠,٢٠}{٠,١٠}$ = ٢

معامل الاختلاف لمحفظة السوق = $\frac{٠,٠٢٣}{٠,٠١٧}$ = ١,٣٥

إذن يمكن القول بأن أداء المحفظة ليس على ما يرام مقارنة بالسوق ككل .

استخدام المؤشر السوقى لتقدير المخاطرة المنتظمة :

باستخدام معادلة الانحدار السابقة يمكن تقدير معامل المخاطرة المنتظمة (بيتا) وهو المقدار ب فى هذه المعادلة ، حيث :

$$\text{ب (بيتا)} = \frac{\text{غ (أ ، س)}}{\text{تباين س}}$$

حيث :

غ (أ ، س) = تغاير العائد على الاستثمار أ والسوق س .

تباين س = تباين السوق .

والتغاير هو مقياس يربط بين متغيرين حيث يقيس حركة واتجاه المتغيرين خلال فترة زمنية معينة ، فالعائد على السهم أ قد يسير فى نفس اتجاه عائد السوق أو عكس الاتجاه أو قد لا يوجد بينهما علاقة .

ومن التغاير المحسوب لمتغيرين يمكن أيضاً قياس علاقة الارتباط أو ما يسمى بمعامل الارتباط حيث معامل الارتباط بين متغيرين قد يكون موجبا تاما أو سالبا تاما أو صفر ، فالارتباط الموجب التام تكون قيمته واحد صحيح موجب أى أن أى تغير فى المتغير الأول يصاحبه تغير فى المتغير الثانى بنفس القدر ، والعكس لو كان معامل الارتباط سالب تام تكون قيمته -١ أى أن زيادة فى المتغير الأول يصاحبها نقص فى المتغير الثانى بنفس القدر ، وقد يكون معامل الارتباط صفر أى لا يوجد ارتباط بينهما أو قد يأخذ قيمة بين +١ و - ١ اذن معامل الارتباط يقيس قوة العلاقة بين متغيرين .

ولتقدير معامل الارتباط فإن هنا يتطلب معرفة التغاير بين أ ، س وكذلك

الانحراف المعيارى لكل من أ ، س :

$$\text{معامل الارتباط} = \frac{\text{غ (أ ، س)}}{\text{ح}_{\text{أ}}\ \text{ح}_{\text{س}}}$$

حيث :

$\text{ح}_{\text{أ}}$ = الانحراف المعيارى للاستثمار أ

$\text{ح}_{\text{س}}$ = الانحراف المعيارى للسوق س

مثال

فافتراض أنك تمتلك السهم أ الواردة أسعاره فى المثال السابق ، هل نستطيع تقدير علاقته بالسوق من خلال تقدير معامل المخاطرة المنتظمة ؟

لتقدير معامل المخاطرة المنتظمة للسهم أ لابد من :

١- تقدير أو حساب التغاير بين السهم أ والسوق س .

٢- تقدير أو حساب تباين السوق (التباين العائد السوقى) .

$$\text{التغاير بين أ ، س} = \text{غ (أ ، س)} = \frac{\text{مجـ} \left(\text{ع}_{\text{س}} - \bar{\text{ع}}_{\text{س}}\right)\left(\text{ع}_{\text{أ}} - \bar{\text{ع}}_{\text{أ}}\right)}{\text{ن} - 1}$$

ويمكن استخدام الجدول التالى لحل المعادلة

الفترة	(ع س - عَ س)	(ع أ - عَ أ)	(٢) × (٣)
١	(,٠٠٥ - ,٠١٧)	(,٠٥ - ,٠٢٥)	- ,٠٠٠٣
٢	(-,٠١٤ - ,٠١٧)	(-,٠٧١ - ,٠٢٥)	,٠٠٣
٣	(,٠٤٨ - ,٠١٧)	(,١٥٤ - ,٠٢٥)	,٠٠٤
٤	(,٠١٨ - ,٠١٧)	(,٠٦٧ - ,٠٢٥)	,٠٠٠٠٤٢
٥	(,٠١٨ - ,٠١٧)	(,٠٤٢ - ,٠٢٥)	,٠٠٠٠١٧
٦	(,٠١٧٥ - ,١٧)	(,٠٢ - ,٠٢٥)	- ,٠٠٠٠٠٢٥
٧	(,٠٣٤٥ - ,٠١٧)	(,٠٢ - ,٠٢٥)	- ,٠٠٠٠٨٧٥
٨	(-,٠١٧ - ,٠١٧)	(-,٠٧٧ - ,٠٢٥)	,٠٠٣٥
٩	(,٠٤٢ - ,٠١٧)	(,٠٢ - ,٠٢٥)	- ,٠٠٠١٢٥
		اجمالى	,٠١

∴ غ (أ ، س) = $\frac{,٠١}{٨}$

= ,٠٠١٢٥

وحيث أن التباين للسوق قد تم حسابه من قبل فى المثال السابق فإن :

بيتا = $\frac{,٠٠١٢٥}{,٠٠٠٥٢}$ = ٢,٤

ولحساب معامل الارتباط بين السهم أ والسوق فإن هنا يتطلب حساب التغاير وكذلك حساب الانحراف المعيارى لكل من أ ، والسوق :

ر = $\frac{,٠٠١٢٥}{,٠٢٣ \times ,٠٦٩}$ = ,٧٩

من معامل الارتباط نلاحظ وجود علاقة قوية بين العائد على السهم والعائد السوقى حوالى ٨٠٪ .

لكن ماهى أهمية بتيا ؟ سوف نرى فيما بعد الأهمية القصوى لهذا المعامل الخطير والهام حيث يعكس درجة المخاطرة المنتظمة وبالتالى معدل العائد المطلوب على السهم أو المحفظة .

الفصل الثامن

البنــوك الاســلامية

التعريف بالبنوك الإسلامية :

بدأ إنشاء البنوك الإسلامية في العقد الثامن من القرن الحالي[١]، ويعتبر بنك ناصر الاجتماعي من – الناحية التاريخية – أول بنك رسمي إسلامي فوثيقة إنشائه هي أول وثيقة رسمية عن حكومة من حكومات الدول الإسلامية تقرر بنص صريح موثق عدم التعامل بالفائدة أخذا أو إعطاء [٢] .

وبعد ذلك التاريخ أخذت البنوك الإسلامية في الانتشار بدرجة كبيرة في كثير من الدول كمصر والسودان وباكستان وماليزيا وإيران وتركيا وغيرها إلى درجة أن بعض هذه الدول كالسودان وباكستان وإيران حولت كافة وحدات الجهاز المصرفي بها إلى وحدات لا تتعامل على أساس الفائدة. ثم زاد انتشار البنوك الإسلامية لدرجة أنه لم يقتصر انتشارها على الدول الإسلامية بل امتد إلى دول غير إسلامية في كل من أوربا والولايات المتحدة الأمريكية[٣] . مما يشير إلى وجود تطلعات لدى الأفراد والشعوب في العالم الإسلامي وغير الإسلامي إلى وجود مؤسسات مصرفية تقدم خدمات غير تقليدية وتتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

ومن جانبها اتجهت البنوك التجارية لتلبية الطلب على الخدمة المصرفية التي تتفق مع قواعد الشريعة الإسلامية بإنشاء فروع لها تقوم على ذات الأسس الذي تقوم عليه البنوك الإسلامية .

ولتفهم طبيعة نشاط البنوك الإسلامية يستلزم الأمر في البداية التعرض لمفهوم البنك الإسلامي ثم بعد ذلك توضيح أوجه الاختلاف والتباين بين البنوك الإسلامية والبنوك الأخرى.

---

١ – تأسس بنك ناصر الاجتماعي في ١٩٧١م ، وبنك دبي الإسلامي في ١٩٧٥م ، وبنك فيصل الإسلامي السوداني ١٩٧٧م ، وبنك فيصل الإسلامي المصري ١٩٧٧ م ، والبنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار في ١٩٧٨م ، وبنك البحرين الإسلامي في ١٩٧٩م ، ولمزيد من التفاصيل يمكن الرجوع إلى:

د. جمال الدين عطية ، البنوك الإسلامية (المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع ، بيروت ، ١٩٩٣م) ص ٢٢ – ٣٦ .

٢ – د. أحمد النجار ، حركة البنوك الإسلامية (شركة سبرينت ، القاهرة ، ١٩٩٣م) ص ١٠٧.

٣ – د. منير إبراهيم هندي ، إدارة الأسواق والمنشآت المالية (منشأة المعارف ، الإسكندرية ، ١٩٩٧م) ص. ٢٤٦ .

يعرف البنك الإسلامي بأنه " مؤسسة نقدية مالية تعمل على جذب الموارد النقدية من أفراد المجتمع وتوظيفها توظيفا فعالاً يكفل تعظيمها ونموها في إطار القواعد المستقرة للشريعة الإسلامية وبما يخدم شعوب الأمة ويعمل على تنمية اقتصادياتها "[١].

وفي تعريف آخر " البنك الإسلامي هو منشأة مالية تعمل في إطار إسلامي ، وتستهدف تحقيق الربح بإدارة المال حالاً وفعلاً في ظل إدارة اقتصادية سليمة " [٢] .

وفي تحديد لمضمون البنوك الإسلامية أشار د. أحمد النجار بأنها أجهزة مالية تستهدف التنمية وتعمل في إطار الشريعة الإسلامية ، وهي أجهزة تنموية اجتماعية مالية تقوم بما يقوم به البنوك من وظائف إضافة إلى أنها تسهم في تحقيق التكافل بين أفراد المجتمع بالدعوة إلى أداء الزكاة وجمعها وإنفاقها في مصارفها الشرعية [٣].

من المفاهيم السابقة للبنوك الإسلامية يمكن ملاحظة أنها ركزت على الصبغة الإسلامية لنشاطها المصرفي ، والتزامها بقواعد الشريعة الإسلامية ، وبعدها عن التعامل في الأنشطة المحرمة إسلامياً ، إضافة إلى الدور الاجتماعي لها .

كما يلاحظ أن المفاهيم السابقة للبنوك الإسلامية لم تتناول الفروق الجوهرية بين هذه البنوك والبنوك التقليدية (التجارية) . هذه الفروق قد حددها أحد أساتذة الإدارة المالية في نواحي عديدة من أهمها[٤] :

١- التباين في الأهداف ، فبينما ينصرف هدف البنك التقليدي (التجاري) إلى تعظيم ثروة الملاك فإن البنك الإسلامي أهدافا إضافية أخرى لا تقل أهمية ،

---

١ - د. محسن أحمد الخضيري، البنوك الإسلامية(إيتراك للنشر والتوزيع ، القاهرة ، ١٩٩٥) ص٧
٢ - د. شوقي إسماعيل شحاته، البنوك الإسلامية (دار الشروق، جدة، ١٩٧٧) ص ٥٥.
٣ - لمزيد من التفاصيل يمكن الرجوع إلى :
د. أحمد النجار ، عن البنوك الإسلامية : ماذا قالوا ؟ ، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية ، القاهرة ، ١٩٨٢م، ص: ٩ - ١٠ .
٤ - د. منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص. ٢٤٩ - ٢٥٥ .

مثل تعظيم ثروة المودعين وتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية للمجتمعات الإسلامية.

٢-العلاقة بين البنك وعملائه سواء كانوا مودعين لأموالهم أو مستخدمين لأمواله ، فبالنسبة للمودعين تكون العلاقة بين المودع والبنك التجاري علاقة دائن بمدين ، أما في البنوك الإسلامية فالعلاقة تكون بين صاحب رأسمال (المودع) ومضارب (البنك). وبالنسبة لمستخدمي الأموال تنحصر علاقة العملاء بالبنوك التجارية في عمليات الاقتراض مقابل فوائد محددة مسبقة ، أما في البنوك الاسلامية فإن العلاقة تكون علاقة مضاربة يكون للعملاء فيها الغنم وعليهم الغرم يستثنى من ذلك علاقة عمليات المرابحة التي تشبه في طبيعتها علاقة الدائن بالمدين.

٣-العلاقة مع البنك المركزي ، حيث تستطيع البنوك التقليدية (التجارية) اللجوء إلى البنك المركزي عند حاجتها إلى السيولة ، بينما البنوك الإسلامية لا يمكنها اللجوء إليه لذات الغرض طالما أنها ترفض التعامل على أساس الفوائد.

٤-كيفية محاسبة المودعين ، ففي البنك التقليدي (التجاري) يحصل المودع على عائد يحدد سلفاً على ضوء مبلغ الوديعة وفترة الإيداع ومعدل الفائدة المقرر ، أما في البنك الإسلامي نظراً لأن العلاقة بينهم وبين المودع تحدد على أساس المشاركة في عائد الاستثمارات ربحاً كان أو خسارة ، فإن كافة المودعين يشتركون في الأرباح التي يحققها البنك على الودائع الاستثمارية العامة على أساس قيمة ومدة الوديعة.

٥-الرقابة على نشاط البنك ، حيث يخضع البنك التقليدي (التجاري) إلى رقابة من قبل الملاك ممثلة في الجمعية العمومية في المساهمين ورقابة حكومية من خلال البنك المركزي ، أما البنك الإسلامي فلا يقتصر الأمر على رقابة الملاك والحكومة بل هناك الرقابة الشرعية ورقابة المودعين ، فالرقابة الشرعية تكون من قبل هيئة شرعية تشكلها الجمعية أو مجلس الإدارة وتستهدف التأكد من أن العمليات التي يبرمها البنك تتمشى مع مقتضيات الشريعة الإسلامية ، أما رقابة المودعين فبمقتضاها يمثل المودعين في مجلس إدارة البنك بهدف حماية مصالحهم. لكن هذا النوع من الرقابة لم تطبقه أي من البنوك الإسلامية.

بنك فيصل الإسلامي المصري كبنك إسلامي :

في ٢٨ مارس سنة ١٩٧٧م تقدم فضيلة الشيخ محمد متولي الشعراوي وزير الأوقاف المصري في ذات الوقت بمشروع قانون إنشاء البنك إلى مجلس الوزراء ، وبعد الموافقة عليه أحيل المشروع إلى مجلس الشعب في ١٩٧٧/٥/٨م. حيث تمت الموافقة عليه في أول أغسطس من ذات العام ثم رفع إلى السيد رئيس الجمهورية فصدر به القانون رقم ٤٨ لسنة ١٩٧٧م.[١]

وبعد ذلك بدأ بنك فيصل الإسلامي المصري في ممارسة أنشطته حتى أصبح يقوم بجميع الأعمال المصرفية والمالية والتجارية وأعمال الاستثمار وإنشاء مشروعات التصنيع والتنمية الاقتصادية والعمرانية. ونتيجة لزيادة الطلب على الخدمة المصرفية الإسلامية ورغبة في وصولها إلى أقرب مكان للعملاء امتد نشاط البنك خارج القاهرة فأنشئ فروع له في مدن عديدة كالإسكندرية ودمنهور وطنطا وبنها والمنصورة والمحلة والسويس وأسيوط وسوهاج.

أما عن أهم الأنشطة التي يقوم بها بنك فيصل الإسلامي المصري فهي :

١- نشاط الإيداع وتجميع المدخرات ، وذلك عن طريق القيام بفتح الحسابات الجارية وحسابات الادخار الحر والاستثمار لمدة سنتين ذات العائد المميز والحسابات المشتركة وحسابات الاستثمار باسم القصر.

٢-نشاط التوظيف واستثمار الأموال ، وذلك عن طريق القيام بأنشطة التمويل بالمشاركة ، وبيع المرابحة ، والتمويل بالمضاربة ، والتأجير المنتهي بالتمليك ، وتأسيس الشركات ، والمساهمة في رؤوس أموال المشروعات الاستثمارية .

٣-أنشطة الخدمات المصرفية الأخرى ، مثل : فتح الاعتمادات المستندية بكافة أنواعها ، إصدار خطابات الضمان ، إصدار شيكات الحج بالعملات المحلية والأجنبية ، الخدمات الخاصة بالأوراق المالية بكافة أنواعها من بيع وشراء وحفظ وتحصيل ، عمليات الصرف الأجنبي وإجراء التحويلات الداخلية والخارجية.

---

١ - د. أحمد النجار ، مرجع سابق ، ص. ٣١٦ - ٣١٧.

٤- خدمات الإدارة العامة لأمناء الاستثمار التي تتولى خدمة عملاء البنك من خلال تفويض العملاء لها بأعمال ومهام معينة مثل تأسيس الشركات وتلقي الاكتتابات وإنشاء اتحاد الملاك لمشروعات الإسكان ، وتسويق الأراضي والعقارات وإدارة أملاك العملاء.

٥- أنشطة اجتماعية وثقافية مثل إنشاء صندوق الزكاة وعقد مسابقات حفظ القرآن الكريم وفتح حسابات الاستثمار الخيرية والقرض الحسن والمنح الدراسية.

خصائص البنوك الاسلامية

١- الارتكاز في عملها علي العقيدة الاسلامية.
٢- السعي لتحقيق التنمية الاقتصادية والنفسية والعقلية والاجتماعية بنفس الدرجة من الاهتمام.
٣- أن الاستثمار وفقا لمبادئ الشريعة الاسلامية هو أساس أنشطة البنوك الاسلامية.
٤- أن السعي الايجابي للتعرف علي الفرص المتاحة والتعامل مع اعضاء المجتمع للحصول علي مشاركتهم هو روح عمل البنوك الاسلامية.
٥- أن السعي لتقليل تأثير الفوارق الإجتماعية عن طريق الزكاة والقروض الحسن وغيرهما مبدأ أساسي من مبادئ عمل البنوك الاسلامية.

وعلي ذلك فمنهج عمل البنوك الاسلامية ونظامها الذي قامت عليه يختلف تمام الاختلاف عن البنوك التجارية. فالبنوك الاسلامية ملتزمة بمبادئ الشريعة الاسلامية. وتستمد منها كل مقوماتها. وبالتالي فهي لا تتعامل بنظام الفائدة، بل بنظام المشاركة في الأرباح وتحمل مخاطر الاستثمار. وهي مضطرة للعمل الجاد لتحقيق الكفاية في إدارة أموال المجتمع الاسلامي سواء تم ذلك عن طريق المشاركة في الإنتاج أم في التوزيع بطريقة تؤدي إلى إحداث التفاعلات الاجتماعية بهدف إحداث التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

ومن الوظائف الأساسية للبنوك الاسلامية العمل علي تحرير المعاملات من الفوائد الربوية والقيام بأنشطة الاستثمار وفقا للقواعد الاسلامية في المشروعات التي يقرها علماء اسلاميون متخصصون. كذلك فإن من وظائفها توفير التمويل لمشروعات المسلمين أفراد المجتمع الاسلامي.

ومن الأساليب الشائعة التي يجري التعامل علي أساسها في البنوك الاسلامية نظام بيع المرابحة، وأسلوب المضاربة الشرعية، وأسلوب التمويل بالمشاركة، والتأجير الذي ينتهي بالتملك. وهي كلها أساليب خاصة بالبنوك الاسلامية. بل إنها محرمة علي البنوك التجارية لا يجوز لها الدخول فيها لما تتضمنه من أخطار يرفض تحملها عملاء البنوك التجارية بخلاف عملاء البنوك الاسلامية الذين يقبلون علي التعامل وفقا لتلك الأسس وتحمل تلك الأخطار لإيمانهم بأنها أوجه الاستثمار الحلال وفقا لمبادئ الاسلام من جهة، ولما يتوقعونه من عائد أكبر من جهة أخرى.

وسنأتي فيما يلي على موجز لخصائص البنوك الاسـ
ومنهج عملها والأساليب الشائعة لممارستها لأنشطتها بهدف توضيح طبيعة تلك البنوك واختلافها عن البنوك التجارية ثم تأثير تلك الاختلافات على تخطيط أنشطة البنوك الاسلامية.

١ - الارتكاز على العقيدة الاسلامية ومبادئ الدين الاسلامي

قامت البنوك الاسلامية ثم نمت وتطورت بهدف إحياء مبادئ الدين الاسلامي في التعامل الاقتصادي خاصة في المجتمعات الاسلامية بعد ما وجد العديد من المسلمين حرجا في الالتزام بتلك المبادئ في العبادات من صوم وصلاة وزكاة وحج، وعدم الالتزام بتلك المبادئ في البيع والإجارة والاقراض والتعامل مع البنوك والمشروعات التجارية الحديثة. ولما كانت كل العبادات والمعاملات ترتكز إلى العقيدة الاسلامية فإن الالتزام بأساس العقيدة وما بلغه الرسول عن ربه يعتبر ركنا أساسيا تبنى عليه حياة المسلم وما ينشئه من مشروعات وما يؤديه من وظائف في هذه الحياة.

فالمسلم صاحب المال، والمسلم العامل لديه كلاهما لا يفرق بين الصلاة وبين وجوب الابتعاد عن الخمر وعن الربا. بل إن الله سبحانه وتعالى شدد عقاب آكل الربا وعده بحرب منه ومن الرسول صلى الله عليه وسلم إن لم ينته عن الربا، ووضح أن توبة آكل الربا تكون بالاحتفاظ برأس المال ورد ما زاد عنه من ربا إلى صاحبه. وقد جاءت الأحاديث الصحيحه تؤكد أن كل قرض جر نفعا فهو ربا. كذلك جاءت الأحاديث والآيات القرآنية بحل البيع والربح

والإدارة، والمرابحة والمضاربة وغير ذلك من أوجه النشاط المعروفة في الاقتصاد والفقه الاسلامي، وحدد فقهاء الأسلام الشروط التي تكون بموجبها هذه الأنشطة مباحة والتي إن فقدت كلها أو بعضها شابت الحرمة تلك الأنشطة.

ولذلك فإن سعي المسلم والبنوك الاسلامية للالتزام بهذه الشروط لا ينبع من النص علي وجوب الالتزام بها في قوانين البنوك الأساسية فقط بل من عقيدة ثابتة تجعل تحمل المخاطر وأعباء المشاركة أمورا مرغوبا فيها. لأن المسلم والمدير محاسبان علي ذلك في الدار الآخرة لا فرق في ذلك بين جانب العبادات وجانب المعاملات. وعند المسلم الحق لا فرق بين سعي الانسان الذي تضمنه الآيتين الكريمتين " وإن ليس للإنسان إلا ما سعى، وإن سعيه سوف يرى" وبين سعيه لأعمار الدنيا أو الآخرة. فالسعي يشمل علاقة الانسان بربه وعلاقته ببني جنسه وضابط هذه العلاقات هو شرع الله في كلا الحالتين.

ويشمل الالتزام بشرع الله سبحانه وتعالى اختلافا أساسيا بين البنوك الأسلامية والعاملين فيها والمتعاملين معها وبين هذه المجموعات في البنوك التجارية. فالبنوك التجارية تركز علي مبادئ وعقائد اقتصادية لها أساس رأسمالي تم التعارف عليه منذ نشأتها وحتى الآن. فهي لا ترتكز علي أساس ديني وإن كان يحكم التعامل معها بعض القواعد الأخلاقية التجارية. وهي وإن سعت لخدمة العميل والبيئة وإسداء النصح للعملاء والمواطنين ومعاملتهم بالحسنى فذلك يهدف إلي تحقيق مصالح دنيوية وأهداف اقتصادية محددة وواضحة

نص عليها عند تحديد أهداف البنك خاصة أهداف وظيفة التسويق ولا علاقة لذلك بالدين أو الدار الآخرة وما فيها من ثواب وعقاب.

٢- السعي لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية والنفسية والعقلية والأخلاقية بنفس الدرجة من الاهتمـــام، وإن كانـــت التنمية الاقتصادية هي مفتاح العمل والنشاط

البنوك الاسلامية في سعيها لتحقيق التنمية الاقتصادية لا تقـــل ولا نشاطا عن البنوك التجارية. فحافز الربح الحلال موجود، بل تأثير هذا الحافز يزيد لدي المسلم في أن توزيعات الـــربح تشـــمل جزءا محددا لاشباع حاجات الفقراء والمساكين وغيرهما من مستحقي الزكاة بما يحقق التنمية الأجتماعية والإشباع النفسي لـــدي صـــاحب المال. وفي الاسلام فإن أجر من شارك في تنمية أمـــوال المســـلمين ليستطيعوا أداء حقوق الله والمجتمع محفوظ.

وفي هذا فرق بين الأرباح التي تحققها البنوك التجارية والتـــي توزع وفقا لما تنص عليه القوانين التجارية وعقد إنشاء البنك، وهـــي عموما حق لرأس المال وليس للفقراء حق واضح محدد فيهـــا. أمـــا التنمية النفسية والعقلية والأخلاقية فهـــي وإن ظهـــر اهتمـــام الإدارة الحديثة بها نتيجة لتطور النظرة إلي العاملين واعتبارهم أحد المـــوارد الأساسية للبنك كمنظمة تجارية فإن الهدف من ذلـــك الاهتمـــام هـــو الحصول علي عمالة سوية قادرة علي مواجهة الظروف البيئية الحديثة وما فيها من منافسة وأمراض نفسية وضغوط سياســـية واجتماعيـــة

كثيرة. وبالتالي فإن هذا النوع من التنمية لا يحظى بنفس الاهتمام الذي تحظى به التنمية الاقتصادية، وبرامج هذه الأنواع من التنمية تعتبر ترفا تقتطع ميزانياتها أو الجزء الأكبر منها إذا تغيرت ظروف السوق وقلت نسب التوزيعات.

اما بالنسبة للبنوك الاسلامية فإن برامج التنمية الاجتماعية والنفسية والاجتماعية والعقلية والأخلاقية ينبغي أن تكون برامج أصيلة وتكاليف ثابتة لأن تلك الأنواع من التنمية البشرية للعاملين والمجتمع جزء أصيل من نشاط البنوك الاسلامية. فتعليم العاملين أصول دينهم في جانبي العبادات والمعاملات، وتغيير سلوكهم والارتقاء به بما يتوافق مع مبادئ الدين الاسلامي هو الطريق لنجاح تلك البنوك واستمرارها. وذلك لأن فهم العاملين لمزايا تلك البنوك واقتناعهم بان للعمل فيها جانب ومزايا أخروية لا يمكن التفريط فيها جزء أصيل من خصائص البنوك الاسلامية.

كذلك فإن تنمية المجتمع عن طريق فريضة الزكاة والارتقاء بأخلاق المتعاملين مع البنك والبيئة التي يعمل فيها يحظيان بنفس القدر من الاهتمام من جانب إدارة البنك الاسلامي المتضمنة لطبيعة هذه البنوك. ويقتضي ذلك أن وسائل تقويم نشاط البنك وتحديد مدى نجاح الإدارة في تحقيق أهدافها ينبغي أن تشتمل علي مقاييس نجاح الإدارة في تحقيق التنمية كافة أنواعها، وأن تحظى تلك الجوانب بأنها تتناسب مع درجة أهميتها للمجتمع الاسلامي وللمسلمين وليس لمالكي البنك فقط.

٣-ان الاستثمار وفقا للمبادئ الاسلامية هو أساس أنشطة البنوك الاسلامية

تمارس البنوك الاسلامية أنشطة محرمة على البنوك التجارية مرخص بها شرعا وطبقا للقانون الخاص الذي أصدرته السلطات القانونية في البلاد التي تعمل فيها وارتضاها أيضا المستثمرون الذين يودعون أموالهم لدي البنوك الاسلامية بغرض استثمارها. فالمودعون قد قبلوا مبدأ المشاركة واقتسام الغنم والغرم أو الربح والخسارة. والبنوك الاسلامية أمينة مأمورة ببذل الجهد الذي يبذله التاجر العادي. وهي ليست ضامنة لرؤس أموال المودعين بل مؤتمنة علي العمل فيها. وهذه ميزة كبيرة تتمتع بها البنوك الاسلامية تعطيها مرونة كبيرة في اتخاذ القرارات الإدارية. وتوجب عليها في نفس الوقت بذل جهد إضافي لتكون قراراتها أكثر سلامة وأكثر قدرة علي تحقيق أهداف المرونة المتاحة لها.

أما البنوك التجارية فهي ضامنة لرؤس أموال المودعين، ومرخص لها بإقراض تلك الأموال بعد أخذ الضمانات التي تكفل المحافظة علي الأصل وعلي الفوائد والحصول عليهما معا عندما يحين أجل الوفاء بالدين. فالبنوك التجارية وسيط يعمل وفقا لشروط سبق تحديدها. ولذلك فلا يجوز للبنوك التجارية الدخول في عمليات بيع وشراء إلا بهدف استيفاء دين عجز المقترض عن الوفاء به. كما لا يجوز لها الدخول في عمليات مضاربة أو تأجير أو مشاركة في مشروعات تجارية وإن وجد ذلك فهو خلاف الأصل وقد يحتاج إلي ترخيص خاص بمزاولته. أما البنوك الاسلامية فالتجارة وإنشاء

المشروعات والدخول في المضاربات هو القاعدة في أدائها لأعمالها وليست الاستثناء. ولا يجوز للبنوك التجارية إعطاء قروض حسنة بدون فوائد بهدف إقالة معسر أوفك أسرعان اضطربت ظروفه المالية.

ويشكل الفرق بين البنوك الاسلامية والتجارية في مجال الاستثمار أهم الفروق الملموسة بين النوعين. فالتكييف القانوني للمودع في البنوك الاسلامية أنه شريك ضامن لنتائج عمل البنك. أما في البنوك التجارية فهو مقرض لمدد قد تطول أو تقصر ولا يعتبر بأي حال من الأحوال ضامنا لنتائج عمل البنك. ولذلك فإن البنوك التجارية ملزمة باتخاذ حذر الرجل الحريص عند اقراضها لأموال العملاء. وأصحاب البنك ضامنون لنتائج أعمال إدارته من خسائر ويستأثرون بما يحققه البنك من أرباح. وأهم بنود الاستثمار المتاحة للبنوك التجارية هي الاقراض بكافة أنواعه وفتراته. أما أهم بنود الاستثمار المتاحة للبنوك الاسلامية فهي:

١- بيع المرابحة

وهنا يطلب أحد العملاء من البنك شراء سلعة محددة المواصفات معلومة السعر. ويقوم البنك بتمويل عمليات الشراء بالإضافة الي تكاليف الحصول علي السلعة في المكان والزمان المحدد ، ثم تضاف نسبة محددة معلومة للمشتري كأرباح للبنك. ويلاحظ أن الطرفين يحددان مواصفات السلعة ونسبة الربح ومكان وزمان التسليم وطريقة وموعد دفع ثمن السلعة المشتراة شاملا الربح.

٢- المضاربة الشرعية

وفي هذا الأسلوب الذي يعتبر أهم أساليب الاستثمار الشرعية فإن مالك المال لا تتوافر لديه القدرة علي استثماره. لذلك يقوم البنك الذي تتوفر لديه تلك القدرة باستثمار المال بالنيابة عنه. فصاحب المال شريك بماله والبنك شريك بمجهوداته وخبرات أجهزته. والبنك غير ضامن لرأس المال إلا أن خالف شروط المضاربة المتفق عليها. ويتم اقتسام الأرباح بنسبة يتفق عليها في عقد المضاربة. ويتحمل صاحب المال الخسارة في حالة وقوعها، ويكفي المضارب بعمله (البنك هنا) ما تحمله من تكاليف العمل. وكما هو واضح فإن أصحاب الأموال في البنوك التجارية لا يقبلون تلك المضاربات ولذلك لا تقوم البنوك التجارية بها.

٣- التمويل بالمشاركة

وهنا يدخل البنك كشريك في تمويل بعض المشروعات الصناعية أو التجارية أو الزراعية، فالبنوك الاسلامية تساهم في تحمل أخطار المشروعات المذكورة مع شركاء البنك. ويتم اقتسام الربح بنسبة مساهمة البنك وشركائه في رأس المال، وقد يمنح البنك الاسلامي شركاءه الحق في الحلول محله سواء تم ذلك في مرحلة واحدة أو على مراحل متتالية حسب ما ينص عليه عقد التمويل بالمشاركة. ويؤدي ذلك إلي تحرر العملاء من ضغط تكاليف الاقتراض. وهي تكاليف قد تنوء بها

كواهلهم. وليس ببعيد عنا ما تعانيه بعض شركات القطاع العام (قطاع الأعمال العام الآن) من اضطراب في هياكلها المالية نتيجة لأعباء تلك القروض. كذلك فإن سعي مصر للحصول علي تخفيض في ديونها نتيجة لتراكمات أعباء الديون مثال آخر يوضح مزايا هذا النوع من الاستثمار الذي تباشره البنوك الاسلامية.

٤- التأجير الذي ينتهي بالتملك

وهنا يقوم البنك بتأجير الأصول الرأسمالية للعملاء مقابل إيجار جزء منه مقابل الانتفاع والباقي جزء من ثمن الأصل. وعندما يبلغ ما دفعه العميل ثمن الأصل فإنه يصبح مالك الأصل ويؤدي هذا الأسلوب إلي المحافظة علي الأصول الرأسمالية لأن العملاء يعرفون أن ملكيتها ستؤول إليهم فيما بعد، كما أنه يعود العملاء علي الادخار الذي يؤدي إلي زيادة التراكمات الرأسمالية والنمو الاقتصادي والاجتماعي.

ويتضح مما مضى أن معظم الأساليب الاستثمارية التي تباشرها البنوك الاسلامية عبارة عن أساليب استثمار متوسط أو طويل الأجل وجميعها بحاجة ماسة إلي التخطيط الاستراتيجي حيث تتغير الظروف التي تعمل فيها تلك المشروعات باستمرار مما يدعو الإدارة إلي مداومة تقويم آثار تلك التغيرات علي مشروعات البنك مشروعا مشروعا، واستحداث الأساليب المناسبة للاستفادة من تلك

التغيرات. ويؤدي ذلك إلي التطوير المستمر والفعال لأساليب العمل بالبنوك الاسلامية.

كذلك فإن طبيعة المشروعات التي تستثمر فيها البنوك الاسلامية وودائعها الاستثمارية تدعوا لإثارة الاهتمام بالأرباح في الأجل الطويل. وهي نظرة قد تؤدي إلي التضحية بالأرباح في الأجل القصير مما يدعو إلي الاهتمام بالتخطيط الاستراتيجي حتى تتوافق النتائج مع التوقعات. ومن المعروف أن تلك النظرة الإدارية هي أساس نجاح المشروعات اليابانية وهي الاسلوب الذي يدعو معظم كتاب الإدارة الحديثة الشركات والمنظمات التجارية الأمريكية لتبنيه لأنه يحفز الإدارة علي التخطيط ووضع الاستراتيجيات التي تجنب المشروعات المشاكل والاضطرابات التي قد تواجهها، وتبني الحلول المبنية علي التفكير العلمي المنظم لتلك المشاكل. والتخطيط إداة الإدارة لتحقيق ذلك الاستقرار والاستمرار الناجح للمشروعات التي تقيمها البنوك الاسلامية.

ومما تقدم يتضح أن البنوك الاسلامية لا تعمل في مجال كل همها فيه التعرف علي اتجاهات أسعار الفائدة والعوامل المؤثرة فيه، بل أنها تعمل في الأسواق المالية بالإضافة إلي أسواق السلع الصناعية والزراعية. وهي بما تستحدثه من أساليب جديدة في تلك الأسواق المتقلبة المتأثرة بالبيئة المحلية والدولية عرضة لمنافسة وتحديات من جهات عديدة، وأن التخطيط الاستراتيجي الواعي المستمر هو أداة البنوك الاسلامية في العمل بتلك البيئة الخطرة.

وإذا كانت أهمية التخطيط الاستراتيجي للبنوك الاسلامية تفوق أهمية للبنوك التجارية فإن البنوك الاسلامية في وضع يمكنها من

أداء وظيفة جيدة في هذا المجال بالمقارنة بالبنوك التجارية للأسباب الآتية:

١- حداثة النشـأة

البنوك الاسلامية ذات عمر يزيد قليلا عن عشرين سنة، وهي ليت مثقلة بثقافة وخبرات إدارية تقليدية تثقل كاهلها، وتقـف حجر عثرة في وجه المصلحين. ومع أن البنـوك الاسـلامية تعمل في بيئة يوجد بها الكثير من الصعوبات، فإن الإدارة بها قد تدربت علي مواجهة الصعوبات والتغلب عليهـا وكسـبها لصالحها ولاكتساب هذه الروح ليس مبعثه حافز فردي مؤسس علي مصالح مادية فقط بل إن له أيضا أساس ديني وعقائـدي يرمي إلي إحياء روح الاسلام وتعاليمه وتطبيقاتـه فـي هـذا المجال. والإدارة التي تستد إلي دعامة دينية بجانب الدعامـة الاقتصادية أكثر استعدادا للعمل واقتناص فرص النجاح مندفعة إلي ذلك باستخدام الأساليب الإدارية الرشيدة المتاحة لها.

٢- إن الإدارة في البيئة الاسلامية تعمل في بيئة خارجية مؤيدة لها ومستعدة للوقوف بجانبها لأنها تعتبر ذلك فرضا دينيا. ومـن النادر أن يستطيع أحد البنوك التجارية الحصول علـي ذلـك المستوى من التأييد. وبالإضافة إلي ذلك فإن عدد المـودعين في البنوك الاسلامية كبير، وأغلـبهم مـن ذوي الإيـداعات الصغيرة وبصفتهم شركاء في الربح والخسارة فإنه يهمهم أن تدار أموالهم بطريقة جيدة تحقق ما يصبون إليه مـن ربـح. والتخطيط الاستراتيجي إحدى وسائل الإدارة الجيـدة لتحقيـق ذلك:

٣- من المعلوم أن التخطيط الاستراتيجي بصفة عامة وللاستثمارات بصفة خاصة يتطلب قاعدة جيدة من المعلومات. ويتطلب ذلك وجود نظم معلومات إدارية جيدة تستطيع أن تقدم للإدارة بيانات عن تحركات البيئة المحيطة بالبنوك سواء في نفس الدولة أو في الدول المؤثرة في أنشطة البنوك بالإضافة إلي البيئة الداخلية للبنك وتحتاج تلك النظم إلي استثمارات مالية ضخمة قد يكون من الصعب علي البنوك التجارية توفيرها من أرباحها بعكس البنوك الاسلامية التي يسهل عليها اقناع الشركاء الين يهمهم نجاح استثماراتهم بضرورة ذلك وأهميته لتحقيق النجاح.

٤- إن القوى البشرية في البنوك الإسلامية تم اختيارها من بين العاملين في البنوك التجارية. وقد أقبلوا علي العمل محفزين ماديا أول الأمر، ثم ، وهذا هو الأهم بحوافز دينية ومنها العمل في مؤسسات لا تشوب أنشطتها حرمة. وقد خلق هذا الحافز لدي الكثيرين منهم الايمان بالفكرة والاستعداد لتبني وسائل تطويرها ونجاحها. وهذا الإيمان والاعتقاد قد لا يكون موجودا بنفس الدرجة لدي العاملين في البنوك التجارية.

٥- وبالاضافة إلي ما سبق فإن طبيعة أنشطة واستثمارات البنوك الاسلامية في المجالات الصناعية والتجارية تجعلها تعمل في منافسة منظمات تعودت علي التخطيط حتى تكتسب مزايا تنافسية تسهل لها النجاح التجاري. والبنوك الاسلامية تهتم بالتخطيط اهتمام الشريك الذي يشعر بعبء الأمانة وبأنه محاسب عليها من الله قبل الشركاء، والله سبحانه وتعالى يعلم

ما تبذله الإدارة من جهد وما تستعمله من أساليب تؤدي إلـى المحافظة على أموال الشركاء جميعا.

وقد يعتقد البعض وهذا حق أن البنوك الاسلامية تعمـل فـي ظروف أقل خطرا من البنوك التجارية حيث تتسع دائرة الضامنين مما يتيـح لها الدخول في مجالات أكثر ربحا وخطرا. ولكن هذه الميزة ليست بدون تكاليف وأعباء. فعلي الإدارة أن تثبت للمودعين الشركاء أنها أهل للأمانة. وأنها جديرة بتنمية أموالهم واستثمارها في أوجـه الاستثمار الشرعية المربحة حتى يعطوها أموالهم ويقبلوا علي تحمـل مخاطر الاستثمار، وإلا فلن يقبل أحد علي وضع أمواله فـي أيـدي حفنة من المغامرين الذين يقامرون بأموال غيرهم.

ولن تستطيع الإدارة القيام بذلك الا باتباع الاسـاليب الإداريـة الحديثة وأهمها التخطيط الاستراتيجي لأوجه نشاطها المختلفـة مـن استثمار وتمويل وتسويق وموارد بشرية ويعني ذلك أنـه إذا كانـت البنوك التجارية قد بدأت تشـعر بأهميـة التخطـيط لإدارة أموالهـا وأصولها فإن البنوك الاسلامية في حاجة ماسة لاستخدام ذلك الاسلوب عند مزاولتها لجميع أوجه نشاطها حتى وإن زادت صعوبة اسـتخدام هذه الاساليب عنها في البنوك التجارية.

٤- إن السعي الايجابي للتعرف علي الفرص المتاحة والتفاعل مع أعضاء المجتمع للحصول علي مشاركتهم هو روح عمل البنوك الاسلامية.

فبحكم أن البنوك الاسلامية بنوك تنمية واستثمار فلابد أن تذهب إلي المجتمع وتبحث عن فرص الاستثمار المتاحة سواء تم لها ذلك عن طريق المشاركة أو منفردة. ولا بد أن تكون مجالات ووسائل وأهداف الاستثمار منضبطة بالضوابط الاسلامية من ناحية الحلال والحرام من جهة ومن ناحية مدى أهمية الاستثمارات للمجتمع من جهة أخرى. وتعني إيجابية البنوك الاسلامية تحقيق التعاون وتحريك المال بين المشروعات المختلفة وحث الناس علي العمل الذي يترتب عليه مزيد من النشاط الاقتصادي وحثهم أيضا علي الاستفادة من خبرة البنك التي قد لا تتوفر لصاحب المال الفرد.

ومن مزايا البنوك الاسلامية أنها تبعد المسلم عن السلبية التي يتصف بها من يكنز أمواله ويباعد بينها وبين الاستثمار. كما أنها تباعد بينه وبين المقامرة التي قد تشوب أنشطة أصحاب المشروعات الصغيرة والحرفيين الذين. لا تتفر لديهم القدرات المطلوبة للتعرف علي الجدوى الاقتصادية للمشروعات الموجودة بالقطاعات الاقتصادية المختلفة في المجتمع الاسلامي خلال فترة زمنية معينة ويقوم بهذه الوظيفة في البنوك الاسلامية أجهزة استثمار وتسويق متخصصة تستطيع أن تقوم بالدراسات المتعمقة للمجتمع الذي توجد فيه.

ونستطيع أن نكتشف النظرة السلبية من تتبعنا للحملات الإعلانية التي تقوم بها البنوك التجارية داعية أصحاب الأموال لاقراض البنك للتمتع بأعلى معدل فائدة. كما يظهر ذلك أيضا من توفير البنوك التجارية للعديد من الأوعية الإدخارية التي تحاول التغلب علي خوف العملاء من ارتفاع معدلات التضخم أو التي تتغلب علي تذبذب معدل الفائدة. فالحملات الاعلانية تقول للعملاء باختصار ضعوا أموالكم في بنكنا واصرفوا النظر عنها وسنتولى نحن كل شئ.

ولكن البنوك الاسلامية لا يمكنها ادعاء عدم وجود مخاطره وإن كانت محسوبة لحد الأمان. وهي تقول لعملائها شاركونا في العمل لتحقيق الربح الحلال. وتظهر إيجابية البنوك الإسلامية من فحص أوجه نشاطها فهي تشارك في تجهيز عيادات الأطباء الشبان ومكاتب المهندسين وغيرهم من فئات المجتمع كما أنها توفر المساكن وأماكن التصييف لمن هم بحاجة لها. كذلك فهي تشارك في إنشاء أو تمكن عدد من الأفراد في إنشاء الشركات الصناعية لإنتاج الأحذية والملبوسات والأدوية وأجهزة التبريد وغير ذلك مما يحتاجه المجتمع. فأي إيجابية واندماج مع أفراد المجتمع للتعرف علي احتياجات أعضائه أكثر من ذلك؟

ومن هنا يمكن القول بأن روح عمل البنوك الاسلامية هي السعي الايجابي للتعرف علي احتياجات أفراد وفئات المجتمع المختلفة، وأنها ما لم تسع لذلك فلا تستطيع أداء دورها. فالبنوك الاسلامية تعتمد جزئيا علي التجارة. ورأس مال التاجر معرفة الناس واكتساب ثقة العملاء. كذلك فهي تلعب دورا هاما في الصناعة والصناعة لابد

لها من الأسواق، والمجتمع عماد السوق، فإذا قصرت البنوك الاسلامية في هذا الدور فإنها تكون قد قصرت في القيام بأهم واجباتها.

٥- إن السعي لتقليل تأثير الفوارق الاجتماعية عن طريقي الزكاة والقرض الحسن مبدأ أساسي من مبادئ عمل البنوك الاسلامية

تدفع البنوك الاسلامية أنواع الضرائب المختلفة التي تدفعها البنوك التجارية بل إنها تدفع أكثر منها نتيجة لقيامها بأوجه نشاط تقتضي دفع العديد من الضرائب الصناعية والتجارية. وهي بذلك تساهم في تمويل الخزانة العامة التي تنفق مواردها على التنمية الاقتصادية والاجتماعية، ولها في ذلك مساهمات عديدة، وبالإضافة إلي تلك المساهمة فإن البنوك الاسلامية تساهم بما تدفعه من زكاة في التقليل من أثر الفوارق الاجتماعية فنسبة الزكاة (حق الفقراء والمساكين وغيرهم) وإن كانت محدودة (٢,٥%) إلا أن تأثيرها الاضافي لا يستهان به. ويكفينا أن نعلم أنها كانت تمثل المصدر الأساسي لتمويل الخزانة العامة في كثير من العصور السابقة. وبجانب الزكاة فهناك سياسة القرض الحسن الذي تنفرد به البنوك الاسمية وبعض البنوك الاجتماعية. وليس لهذا البند حد أعلا غير ما تحدده إدارة البنك والميزانية المرصودة لهذا الباب.

وسنقوم هنا بعرض جزء من المذكرة التفسيرية لأغــراض شركة الراجحي المصرفية للاستثمار كمثال لما هو مباح وما هــو محرم من أعمال تجارية علي البنوك الإسلامية حيث وضعت هذه المذكرة وشرحتها لجنة ممن لهم خبرة متميزة في مجــال أعمــال البنوك ولديهم فهم جيد للأحكام الشرعية المؤثرة علي عمل تلــك المؤسسات المالية.

المذكرة التفسيرية لأغراض شــركة الراجحــي المصــرفية للاستثمار

تنص مقدمة المادة الثانية من عقد تأسيس الشركة والمادة الثالثة من النظام الأساسي للشركة علي ما يلي:

النــــص

تتمثل أغراض الشركة فــي مزاولــة الأعمــال المصــرفية والاستثمارية وفقا لما جاء في عقد تأسيس الشركة، ووفقا لأحكام نظام مراقبة البنوك وكافة الأنظمة الأخرى النافذة فــي المملكــة العربيــة السعودية واللوائح والقرارات والقواعد التي يصدر بها قرارا من وزير المالية والاقتصاد الوطني بناء علي اقتراح مؤسســة النقــد العربــي السعودي، والتي تتفق مع طبيعة أعمال الشركة، واللوائح النافذة في المملكة العربية السعودية. وتحقيقا لهذه الأغراض تقوم الشركة بمزاولة العمليات المصرفية والاستثمارية لحسابها أو لحســاب الغيــر داخــل

المملكة وخارجها وضمن الحدود الموضوعة ووفق الشروط المحددة من قبل مؤسسة النقد العربي السعودي بما فيها العمليات التالية: أ هـ

التفسير

١- إن مزاولة شركة الراجحي المصرفية للاستثمار للأعمال المصرفية والاستثمارية يجب أن تتم بما لا يتعارض مع أحكام الشريعة الاسلامية بحيث تجعل من الشركة مصرفاً اسلاميا بالمعنى الاصطلاحي، أي مصرفا يتلقى الودائع من غير أن يدفع فوائد ربوية للمودعين عنده، أو يأخذها ممن يودع عندهم، وإنما من أغراضه أن يضارب بأموال من شاء من المودعين مضاربة شرعية نظير حصة شائعة من الربح الذي يقتسم بين المودع والمصرف (المضارب)، فما كان من خسارة فهي على صاحب رأس المال (أي المودع) بينما يخسر المصرف جهده، كما هو مقتضى عقد المضاربة الشرعي، وهذا يعني أن الشركة لا تضمن الودائع الاستثمارية إذ أن يد الشركة عليها يد أمانة. كما أن من أغراضها أن تستثمر المال بتقديمه إلى من تتعامل معهم بإحدى الصيغ أو الصور الاسلامية مثل عقدي المضاربة والمشاركة، كما تقوم بالمتاجرة والاستثمار بطريق العقود الشرعية من البيوع (كالسلم والاستصناع والمرابحة، والمصارفة والمقايضة)، ومن الاجارة والمزارعة والمساقاة وغيرها من العقود المقررة في الفقه الاسلامي، والعقود الحديثة كالمقاولة والتعهدات، وذلك بدون أن يكون تقديم

المال من الشركة للمتعاقدين معها قرضا بفائدة ربوية بشـــكل مباشر أو غير مباشر.

٢- وبناء علي ذلك فإن الشركة ينبغـي أن تضـــارب (بـــالمعنى الشرعي للكلمة) في أموال المودعين إذا رغبوا في مجـــالات وصيغ الاستثمار الشرعي المختلفة وما يتحقق من ربح فهـــو بين الشركة والمودع علي ما اتفقا عليه عنـــد فـــتح حســـاب الإيداع الاستثماري من قبل المودع.

٣- وإن المصطلح (المصرف الاسلامي) الذي توصف به طبيعة الشركة يعني التزام إدارتها في جميع مســـتوياتها بالشـــريعة الاسلامية في كافة المعاملات، بحيث لا تقدم الإدارة علي أي معاملة محرمة أو فاسدة وهي عالمة بفسادها شرعا. وحجر الزاوية في ذلك أن تتجنب الشركة في معاملاتها أكـــل الربـــا وتأكيله وكتابته والشهادة عليه، وتتجنب المعاملات التي فيها غرر محرم أو تغرير أو تدليس أو غش، أو غير ذلك ممـــا فيه أكل لأموال الناس بالباطل، قاصدة باجتناب ذلك كله إتقاء غضب الله تعالى، ثم تحقيق مصلحة أصحاب رأس المال من المودعين والمساهمين في الشركة، ومصلحة المجتمع كلـــه قدر الطاقة.

٤- وبما أن الشركة هي أحد المصارف المرخص له في المملكة فإنها ملزمة نظاما باللوائح والقواعد والقرارات المنظمة للعمل المصرفي، وهذا واجب شـــرعا مـــا دام لا يتعـــارض مـــع الشريعة الاسلامية، لوجوب طاعة ولي الأمر بالمعروف، مع مراعاة أن ولي الأمـــر عنـــدما أصـــدر المرســـوم الملكـــي

بترخيص لشركة الراجحي المصرفية للاستثمار قد قيد في المادة السابعة والأربعين من نظامها الأساسي القواعد والتنظيمات التي تصدر بقرار وزير المالية والاقتصاد الوطني بكونها تتفق مع طبيعة الأعمال المصرفية طبقا لأحكام الشريعة الاسلامية. وعلى إدارة الشركة أن تراعي أن الأموال التي يجب على الشركة إيداعها لدي مؤسسة النقد لا يجوز لاشركة أن تتقاضى عليها فائدة بأي صورة من الصور تمثل زيادة على الرصيد المودع، أو أي جوائز على الإيداعات سواء أكانت مرتبطة بحجم الرصيد ومدة إيداعه أم لم تكن.

٥- ويحدث أن تلزم البنوك المركزية البنوك العاملة الأخرى بالتقيد بهيكل سعر الفائدة السائد في وحدات الجهاز المصرفي أي أسعار الفائدة الدائنة والمدينة على القروض والودائع بأنواعها وآجالها المختلفة في كافة الأنشطة الاقتصادية، وبالطبع فإن هذا لا ينطبق على الشركة لما تقدم من أن الشركة ملتزمة بأن جميع معاملاتها مقيدة بأن لا تتعارض مع الشريعة الاسلامية فعلي الشركة أن توزع أرباحا حقيقية (غير محددة سلفا) على أصحاب الودائع الاستثمارية طبقا لنسبة توزيع الربح المتحقق المتفق عليها بين الشركة والعميل إذ أن المسلمين على شروطهم.

وفيما يلي أغراض الشركة بالتفصيل كما وردت في عقد التأسيس والنظام الأساسي مرتبة فقراتها ترتيبا أبجديا:

الفقرة (أ)

النــص

فتح الحسابات الجارية وتلقي الودائع تحت الطلب، بالعملة السعودية أو غيرها من العملات الأخرى.

التفســـير

١- إن الحسابات الجارية أو الودائع تحت الطلـــب هـــي بمثابـــة قروض يقرضها المودعون للشركة، ولأن الشركة تتصـــرف بها، ثم هي ملزمة برد مثلها طبقا لما أتفق عليه الطرفان عند الإيداع. وأن تسميتها حسابات جارية أو ودائع تحت الطلـــب هو اصطلاح مصرفي حيث لا يغيـــر شـــيئا مـــن طبيعتهـــا وحقيقتها حيث أن العبرة بالمعاني لا بالألفاظ والمباني كمـــا قرره شيخ الاسلام ابن تيمية وغيره فلا بأس من الاســـتمرار بالمصطلح المتعارف عليه لبدي المصـــارف أي مصـــطلح الوديعة، ولكن يجب أن يعلم أن معناه بالنسبة إلـــي الودائـــع المصرفية هو الاقراض من المودع للبنك، ولـــيس بمعنـــى الوديعة الفقهية التي تحفظ عينا لصاحبها.

٢- ومن أهم ما يواجه البنوك الاسلامية ما يسمى بكشف الحساب في الحساب الجاري، فإذا قامت الشركة بكشف حساب أحـــد العملاء لمدة معينة فليس لها أن تتقاضى علـــي ذلـــك فائـــدة مباشرة أو غير مباشرة.

الفقرة (ب)

النص

فتح حسابات الاستثمار وما شابهها، بالعملة السعودية أو غيرها من العملات الأخرى، بغرض الحصول علي أرباح تشغيلها.

التفسير

١- للشركة أن تقبل أموالا من العملاء باسم (حسابات استثمار) وهذه تكون علي أحد شكلين:

- إما بصورة مضاربة شرعية ليكون الربح - إذا حصل - مشتركا بنسبة تحدد في اتفاقية فتح الحساب.
- وإما بصورة وكالة من العميل للشركة بأجر محدد تتقاضاه، ويكون الربح - إذا تحقق - خالصا كله للعميل.

ففي الحالة الأولى إذا حصلت خسارة يتحملها المودع وحده، أما الشركة فتخسر جهدها الذي بذلته.

وفي الحالة الثانية يكون الربح والخسارة جميعا للعميل المودع وعليه، وللشركة الأجر المتفق عليه في اتفاقية فتح الحساب، سواء ربح العميل أو خسر.

٢- ولا يجوز للشركة أن تتعهد بدفع ربح محدد مقطوع تتفق عليه سلفا من المودع في حسابات الاستثمار، أو تتعهد بضمان أصل الوديعة دون الأرباح، أو تتعهد بضمان كل منهما لأن ذلك كله يفسد عقد المضاربة شرعا، ويتنافى مع مقتضى عقد الإجارة، ويدل علي أن المقصود بالعملية قرض بفائدة مستورة بمضاربة أو إجارة صوريتين.

٣- وعبارة (ما شابهها) المذكورة في الفقرة (ب) من النص هي مقيدة بأن تكون تلك الحسابات الاستثمارية، مهما كان اسمها، لا تتعارض مع الشريعة الاسلامية وغير مضمونة الأصل أو الأرباح.

الفقرة (ج)

النص

إصدار وقبول والتعامل في الأوراق التجارية كالسندات الإذنية والكمبيالات والشيكات، وقبول والتعامل بأوراق النقد والنقود المعدنية والعملات من كل نوع.

التفسير

١- يجوز للشركة قبول دفع الأوراق التجارية المسحوبة لغيرها بشرط ألا يصاحب هذا القبول ما يسمى حسم أو خصم الأوراق التجاري لأن هذا الحسم أو الخصم هو من قبيل الربا. لا يجوز للشركة تداول الأوراق التجارية مصحوبة بهذا الحسم لحرمته لأن المعاملة بهذا تصير ربوية.

٢- يجوز للشركة أن تتقبل الأوراق التجارية التي توضع لديها برسم التحصيل لتقوم بتحصيلها لحساب المستفيدين منها عند حلول أجلها وأن تأخذ علي ذلك أجرا بحسب العرف أو متفقا عليه.

٣- يجوز للشركة قبول الحوالة بتلك الأوراق التجارية ولكن من غير حسم أو زيادة علي مقدار الحوالة.

أما تحويل النقد والعملات المعدنية والتعامل بهما، فيجب أن تلتزم الشركة فيه بما يلي:

أ- يجوز للشركة أن تقوم بصرف نقد أو أوراق نقدية (كالريالات السعودية) بذهب أو فضة أو أوراق نقدية من جنس آخر (كالدولار الأمريكي)، وهذا جائز بشرط أن يتم الصرف وقبض كل من طرفي العقد حقه في مجلس الصرف وهو ما يعبر عنه "بالفور" أو "يدا بيد" حيث أن تأخير أحد البدلين أو كليهما في عقد الصرف حرام لا يجوز شرعا.

ب- ويجوز للشركة أن تتقاضى أجرا عن تحويل النقد من داخل المملكة إلى خارجها، أو العكس أو بين مدن المملكة بشرط أن يكون الأجر معلوما ومتناسبا مع الجهد المبذول من الشركة.

الفقرة (د)

تقديم التمويل والتسهيلات بالريالات السعودية أو بعملات أخرى علي أساس المشاركة بالربح والخسارة، أو وفقا لأي أسس أخرى.

الفقرة (هـ)

التعامل بالأسهم وسندات المضاربة، وفقا للقواعد التي تنظم عملية تداول أسهم الشركات عن طريق البنوك المحلية.

الفقرة (و)

فتح اعتمادات مستندية وإصدار خطابات الضمان، وكذلك منح التسهيلات المصرفية للاستيراد والتصدير والتجارة المحلية.

الفقرة (ز)

حيازة وتملك وبيع والتعامل بالعملات الأجنبية والمسكوكات والمعادن الثمينة.

الفقرة (ح)

النص

تلقي النقود والمستندات والأشياء ذات القيمة كوديعة أو قرض أو لحفظها وإصدار الإيصالات المثبتة لذلك.

الفقرة (ط)

فتح حسابات باسم الشركة لدي المصارف المحلية والأجنبية أو المؤسسات المالية الأخرى.

الفقرة (ي)

إنشاء صناديق الإيداع (الخزائن) وإدارتها وتأجيرها.

الفقرة (ك)

القيام بعمل الوكيل أو المراسل أو الممثل للمصارف المحلية والأجنبية.

الفقرة (ل)

القيام بعمليات تحويل الأموال إلي داخل المملكة أو خارجها.

الفقرة (م)

مزاولة عمل الوكيل لتحصيل الأموال والكمبيالات والسندات للأمـــر، وأي وثائق أخرى في المملكة وخارجها.

الفقرة (ن)

القيام بأي عمليات مصرفية أخرى غير محظورة بمقتضــــى أنظمـــة البنوك والنقد النافذة في المملكة.

الفقرة (س)

إنشاء وتشغيل وإدارة المستودعات والمخـــازن الأخـــرى لتخـــزين البضائع والسلع، وكذلك توفير التمويل بضمان هذه البضائع والسلع.

الفقرة (ع)

تقديم الخدمات الاستشارية والنصح في مجال الاستثمار والقيام بعمل مدير الاستثمار الأموال أو وكيل أو ممثـــل مـــالي، بالاضــــافة إلـــي المساهمة في إدارة شؤون أي شـــخص أو أشـــخاص طبيعيـــين أو إعتباريين، والقيام بتنفيذ الوصايا وإدارة العقارات.

الفقرة (ف)

القيام بتحصيل الأموال المستحقة لدي الغير وإعطاء مخالصة بهـا، سوآء في المملكة أو خارجها، بالنيابة عن أي شخص، طبيعـي أو إعتباري، أو بصفتها أمينا عليها، أو منفذا لوصية.

الفقرة (ص)

إدارة وبيع واستغلال وحيازة والتعامل في أية أمـوال أو حقـوق أو مصلحة في أي مال، منقول أو ثابت قد يؤول إلي الشركة أو تتملكه أو يدخل في حوزتها، إستيفاء لكل أو بعض مطلوباتهـا، أو ضـمانا لأية قروض أو تسهيلات مقدمة منها، أو قد تتعلق بأية طريقة أخرى بهذه المطالبة، أو بهذا الضمان وذلك فـي الحـدود المقـررة فـي الأنظمة.

الفقرة (ق)

تأسيس شركات تابعة، أو المساهمة أو الأشتراك بأية طريقـة فـي شركات أو هيئات ذات نشاط يدخل ضمن أغراض الشركة أو يساعد علي تحقيقها، والإندماج فيها أو شراؤها، وكل ذلك مع مراعاة أحكام الأنظمة واللوائح السارية في المملكة العربية السعودية.

الفقرة (ر)

الاقتراض أو الحصول علي التمويل بأي طريقة تتناسب مع القواعد المحددة لعمل الشركة، وإبرام العقود وتقديم الضـمانات والكفـالات والرهون المتعلقة بذلك سوآء داخل المملكة أو خارجها.

الفقرة (ش)

الاشراف علي إدارة وحدات وأموال الاستثمار، والاشتراك في أسواق رؤوس المال بهدف ترويج الأساليب الاسلامية في ميدان الاستثمار والتمويل.

الفقرات (ت)، (ث)، (خ)

(ت)القيام بجميع الأعمال والتصرفات الأخرى التي يترتب عليها والتي يكون من شأنها أن، تسهم في تقدم وتحقيق أهداف الشركة أو اتساع أعمالها.

(ث)المشاركة في جميع النشاطات الاستثمارية المختلفة من تجارية وزراعية، وصناعية، وعقارية، وغيرها.

(خ)إبرام كافة الالتزامات التي تقدمها الشركة أوتقبلها مع مختلف المؤسسات الحكومية أو المؤسسات العامة، أو مع أي شخص آخر طبيعي أو معنوي، سواء كان ذلك داخل المملكة أو خارجها.

الفصل التاسع

الأسواق المالية من منظور اسلامى

ان الأسواق المالية من الأمور التى يسعى الاسلام إلى تنميتها وازدهارها لدورها الفعال فى التنمية الاقتصادية وتحسين الأحوال المعيشية للمسلمين . إلا أنه يضع الضوابط الشروط اللازمة حتى لا تتنافى مع مبادئه وقواعده العامة.

وكما ذكرنا سابقًا ، فان الأسواق المالية تعتبر الأسهم والسندات والخيارات والسوق المستقبلية وغير ذلك من أهم أدواتها .

وفيما يلى سنقوم باستيضاح موقف الشريعة الاسلامية من الأدوات المختلفة للأسواق المالية :

بالنسبة للأسهم العادية :

هناك أسهم لشركات قائمة على شرع الله تعالى تتعامل فى الحلال ولا تتعامل بالربا اقراضًا أو اقتراضًا ، ولا تتضمن أسهمها امتيازًا خاصًا أو ضمانًا ماليًا لبعض أسهمها (كالأسهم الممتازة) دون الآخر . وهذه الأسهم سواء لشركات تجارية أو صناعية أو زراعية لاغبار عليها ، فالأصل فى التصرفات والعقود المالية الاباحة ، والحكمة ضالة المؤمن فهو أحق بها أنى وجدها .

وبالنسبة لقيمة اصدار الأسهم :

يتم تحديد قيمة لعملية اصدار الأسهم العادية بنسبة معينة من قيمة الأسهم لمواجهة مصاريف التأسيس . هذا الأمر لا غبار عليه طالما تم تحديدها بطريقة عادلة غير جائرة ، وإذا فرض وتم تغطية مصاريف التأسيس وتبقى جزء ، فيجب أن يودع فى احتياطى الشركة .

أما بالنسبة لاصدار الشركة لأسهم جديدة :

وذلك لعمل توسعات للشركة ، فى هذه الحالة يجب أن تكون قيمة هذه الأسهم مساوية مع الأسهم السابقة فى القيمة السوقية ، عند ذلك لاشئ عليها أما إذا انخفض سعرها عن القيمة السوقية الحقيقية للسهم فهذا يعنى ايقاع الضرر على المساهمين القدامى وهو ما لايجوز شرعًا ، وإذا فرض وحدث ذلك ، يجب أن تسارع الشركة بتعويض هؤلاء القدامى بمنحهم أسهم عادية مجانية بالفرق أو بتعويضهم ماليًا بمقدار الفرق .

أما إذا كان سعر السهم الجديد أعلى من سعر السوق فهذا يعنى تضليل وخداع المساهمين وهو ما لا يجوز شرعًا .

أما بالنسبة لأسهم المنح :

وهى الأسهم التى تعطى للمساهمين مجانًا عند تحويل جزء من الأرباح المحتجزة أو من الاحتياطى لزيادة رأس مال الشركة ، فهذه

الأسهم لا مانع شرعًا منها طالما تمت لجميع المساهمين وبقيم متساوية للأسهم الموزعة أو الممنوحة ، لأنها حق من حقوقهم .

أما بالنسبة للقيمة السوقية للسهم :

وهي القيمة التي تتحدد في سوق الأوراق المالية لسهم الشركة حسب مدى نجاح الشركة أو فشلها ومدى نموها وتطورها وتوسعها أو انكماشها ، فهذا أيضًا لا غبار عليه شرعيًا ،فللمسلم بيع ما يملكه حسب أسعار السوق.

أما من حيث القيمة الاسمية للأسهم :

أي القيمة المحددة على السهم وباسم صاحبه فهي لا غبار عليها لأنها تحافظ على الحقوق ، ويجب شرعيًا أن تتساوى القيمة الاسمية بين جميع الأسهم المصدرة والتي تمثل رأسمال الشركة حتى تتحقق العدالة في توزيع الأرباح والخسائر .

أما بالنسبة للقيمة الحقيقية للأسهم :

وهي القيمة التي تمثل نصيب السهم من صافي أصول الشركة بعد إعادة تقديرها وفقًا للأسعار الجارية وبعد إعادة تقدير الخصوم ومعرفة الالتزامات الحقيقية على الشركة ، فهنا لا غبار عليه طالما تم بطريقة عادلة لا شبهة فيها .

أما بالنسبة لأسهم التمتع :

فهى الأسهم التى ترد قيمتها تدريجيًا قبل انقضاء الشركة وهى فى الغالب تكون بالنسبة للشركات محددة المدة والشركات التى لها حق امتياز للعمل لفترة محددة بعدها تؤول للدولة . وبالنسبة لهذا الأمر لا مانع شرعيًا منه طالما يتم ذلك بالنسبة لجميع الأسهم وبالتساوى وحسب حصة كل مساهم ، على اعتبار أن أصول الشركة تفنى مع نهاية المدة .

أما إذا بقى شئ من أصولها فيجب توزيعه أيضًا على المساهمين بعد تصفية الشركة اذا كانت من النوع الذى لا يؤول إلى الدولة ، أما اذا كانت من النوع الذى يؤول إلى الدولة ، فيجب ترك الباقى من الأصول ليؤول للدولة طالما ارتضى المساهمون ذلك منذ البداية .

أما إذا كان هذا النوع من الشركات يتضمن أسهم عادية وأسهم تمتع فلا يجوز شرعًا معها ما ذكرناه سابقًا ، حيث أن القاعدة الشرعية هى ضرورة المساواة بين جميع المساهمين فى المغنم والمغرم .

أما بالنسبة للأسهم الممتازة :

فنجد أن هذه الأسهم تعطى مالكها حقوقًا ومزايا لا يتمتع بها مالك الأسهم العادية ، حيث يحصل أحيانًا على فائدة سنوية محددة بنسبة من رأس المال المدفوع سواء ربحت الشركة أم خسرت ، هذه

الفائدة محرمة شرعًا وهى من ربا الديون .

كما أن هذه الأسهم قد تعطى مالكها حصة فى كل نسبة معينة من الأرباح بالإضافة إلى حصته العادية من الأرباح . وفى هذا ظلم لباقى المساهمين أصحاب الأسهم العادية وأكل لأموالهم بالباطل .

كما أن مالك الأسهم الممتازة يكون له الحق فى استرداد قيمة أسهمه بكاملها عند تصفية الشركة ، ودون أن يكون لمالك الأسهم العادية ذلك الحق . وهذا لاشك شرط غير صحيح وفاسد ولا يتفق والشريعة الاسلامية .

السندات من منظور اسلامى :

ان السندات بجميع أنواعها طالما تصدر بفائدة دورية بنسبة من رأس المال ، فهى حرام شرعا ، فالسندات قروض بفوائد وصاحبها يستحقها فى موعدها بغض النظر عن خسارة أو ربح هذه الجهة التى أصدرتها .

وتعتبر الفوائد المحددة على هذه السندات من ربا النسيئة الذى لاخلاف على حرمته ، وبغض النظر عن الجهة المصدرة للسند سواء جهة عامة أو خاصة ، وسواء سمى السند شهادات استثمار أو صكوك ادخار ، أو سميت الفائدة عليها باسم آخر كالريع أو الربح أو العائد أو العمولة .

فالواقع أن الفائدة المشروطة فى السند تعتبر زيادة مشروطة لأحد المتعاقدين من غير عوض ، كما أنها تشترط نتيجة لتأخير الوفاء بالدين ، ومن المعلوم أن الزيادة المشروطة على الدين فى مقابل الأجل هو ربا الدين الذى حرمه الاسلام .

البديل الاسلامى عن السندات :

الواقع أن البديل الاسلامى عن السندات هو :

صكوك المضاربة سواء لفترة طويلة الأجل أو لمشروع معين ، أيضًا يمكن الأخذ بصكوك المشاركة لمشروع معين ويمكن رد قيمة هذه الصكوك مرة واحدة آخر عمر المشروع ، أو يمكن رد قيمتها بالتدريج .

أيضًا يمكن الأخذ بصكوك المقارضة وصكوك الاستثمار وهى أدوات استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال المضاربة باصدار صكوك ملكية لرأس مال المضاربة متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها ، باعتبار أنهم يملكون حصصًا شائعة فى رأس مال المضاربة ، وتستمر ملكية هذه الصكوك طيلة حياة المشروع ، فالصك هنا يمثل ملكية شائعة لذلك يترتب على هذه الملكية جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعًا للمالك فى ملكه من بيع وهبة ورهن وارث وغير ذلك .

ومن جانب ، فان نشرة اصدار هذه الصكوك تمثل شروط التعاقد ، والاكتتاب فيها الايجاب ، واصدار الجهة لهذه الصكوك يمثل القبول ، على أنه يجب مراعاة أن نشرة اكتتاب هذه الصكوك يجب أن تشتمل على جميع المعلومات عن رأس المال وتوزيع الربح وجميع الشروط الأخرى ، وجميعها يجب أن تتفق مع أحكام الشريعة .

ومن ناحية امكانية تداول هذا الصك فهو جائز بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب ، ولكن بشرط مراعاة مايلى :

١ - إذا كان المال المتجمع بعد الاكتتاب وقبل مباشرة العمل بهذا المال مازال نقوداً، فان تداول الصك يعتبر مبادلة نقد بنقد ، وتطبق عليه أحكام الصرف .

٢ - اذا أصبح المال ديوناً تطبق عليه أحكام تداول التعامل بالديون.

٣ - اذا صار المال موجودات مختلطة نقد وديون وأصول ، فانه يجوز تداول الصك وفقاً للسعر المتراضى عليه .

ان شركة المضاربة التى تتلقى حصيلة الاكتتاب لا تمتلك إلا بمقدار شرائها لعدد من الصكوك ، وهى شريكة فى الربح بعد تحققه بهذا القدر المشترى من الصكوك تماماً مثل غيرها من المشترين ، والمضارب (الشركة) تعتبر أميناً على الأموال المحصلة .

ومن جهة أخرى يجوز تداول الصكوك فى سوق الأوراق المالية وفقاً لظروف العرض والطلب ، ويجوز أن تعلن الجهة المصدرة للصكوك أنها تلتزم بشراء الصكوك خلال فترة محددة من الربح المستحق وبسعر معين ، ويمكنها الاستعانة فى هذا الشأن بأهل الخبرة ووفق ظروف السوق والمركز المالى للمشروع .

على أنه يجب ألا ينص فى عقد المضاربة أو المقارضة على شرط يلزم بالبيع ،ولكن يجوز أن يتضمن وعداً بالبيع فقط .وعند ذلك يتم

البيع برضا طرفى العقد وبالقيمة المقدرة من الخبراء .

ويجب أن يكون معلوما أن الذى يتم توزيعه هنا هو الربح بمعناه الشرعى ، وهو المقدار الزائد عن رأس المال ، ويتحدد الربح بتقويم المشروع ومازاد عن رأس المال فهو الربح ، ويتم توزيعه على حملة الصكوك والمضارب وفق شروط عقد المضاربة .

ويجب أن يلاحظ أنه لا يوجد مانع شرعي فى أن ينص فى نشرة الاصدار على إقتطاع نسبة معينة فى نهاية كل دورة من حصة الصكوك فى الأرباح ووضعها تحت الحساب فى احتياطى خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال .

ومن جانب آخر ، يمكن اصدار صكوك مضاربة طويلة الأجل لمدة عشر أو عشرين سنة مثلاً ، وتكون غير مخصصة لمشروع معين ، وانما تعطى المستثمر المضارب (إدارة المشروع) حق الاستثمار المطلق أو ما يسمى بالمضاربة المطلقة ، على أن تحدد الأرباح المحققة كل سنة أو الخسارة المحققة . فاذا تحقق الربح يتم صرفه على مستحقيه ،وفى هذه الحالة يمكن أن تصدر هذه الصكوك من الحكومة أو أى شركة على أن يأخذ كل من صاحب الصك والجهة المصدرة للصك نسبته المتفق عليها من الربح .

أيضًا يمكن اصدار صكوك مضاربة لمشروع صناعى أو زراعى أو تجارى ولمدة محددة حسب عمر المشروع ، على أن توزع الأرباح عند تحققها كل سنة حسب الميزانية ،ولا مانع من حجز جزء من الأرباح

المحققة للاحتياطي ، ويجوز لطرف ثالث الوعد بالتبرع بمبلغ معين من المال لجبر الخسارة التي يمكن أن يتعرض لها المشروع وذلك للتشجيع على المضاربة الشرعية .

كذلك يمكن اصدار صكوك مضاربة لمدة قصيرة جداً كثلاثة أشهر مثلاً ، ومبالغ هذه الصكوك يمكن استثمارها في المرابحات والمعاملات قصيرة الأجل .

والواقع أن تنويع الصكوك يعطي مرونة أكبر لعملية تجميع الأموال واستثمارها فيما أحل الله ، ويقضي على مقولة وأين البدائل للسندات المتنوعة المعمول بها في الفكر الغربي .

أما من ناحية امكانية رد قيمة هذه الصكوك ، فيمكن رد جزء من قيمة هذه الصكوك كل سنتان مثلاً حتى ينتهي سدادها بالكامل مع أرباحها . ويمكن اصدار صكوك معلوم منذ البداية أنها ستسترد عند نهاية المشروع مع توزيع الأرباح عند تحققها ، أيضاً يمكن انشاء عمارة سكنية بصكوك استثمارية متساوية ، ويتم رد قيمتها عند نهاية البناء والتشطيب يتملكها لأصحاب هذه الصكوك حسب حصة كل منهم .

ومن الجدير بالذكر ، أنه يمكن سداد قيمة الورقة المالية للسهم العادي أو الصك على أقساط متساوية كل فترة محددة بشرط ألا يحتسب الربح إلا بقدر المبالغ المسددة من قيمتها فقط ، وهو أمر لاغبار عليه ولامانع شرعي منه .

كما لا يفوتنا أن نذكر أنه يمكن إصدار شهادات التأجير متناقصة القيمة لشركات التأجير التمويلى ، اذ تقوم الشركة بامتلاك آلات ومعدات ثم تقوم بتأجيرها إلى عملائها بسعر (تأجير) معين ، وتنتقل ملكية هذه المعدات إلى العميل عند انتهاء العقد التأجيرى وسداد كل الأقساط .

التعامل بالأسهم والسندات فى سوق الأوراق المالية :

سبق أن ذكرنا أنه لا يجوز شرعًا التعامل بالسندات التى هى قروض بفوائد لاعن طريق الأسواق المالية أو غيرها .

أما الأسهم التى لا تزاول الشركات المصدرة لها نشاطًا محرمًا ، وليس لها امتياز مالى معين (كالأسهم الممتازة) ، فحكم التعامل بها وتداولها عن طريق سوق الأوراق المالية (البورصة) نوضحه فيما يلى :

١ - فى العمليات العاجلة التى تتم فى السوق العاجل والتى يلتزم فيها المتعاقدين بتنفيذ العقد ويسلم البائع للمشترى الأسهم التى اشتراها ويستلم منه الثمن حالاً أو فى مدة لا تتجاوز ٤٨ ساعة وتقوم البورصة بإتمام الصفقة بصفتها وكيل عن الطرفين ، فإن هذا التعامل لاغبار عليه وصحيح شرعًا ، بشرط ألا يبيع المشترى الأسهم إلا بعد استقرار تملكه لها بالفعل ، وأن يكون البيع قد تم بشكل فعلى وليس

بشكل صورى والذى تسميه البورصة المضاربة ، حيث تباع العقود المستقبلية وتنتقل من يد إلى يد وهكذا بغرض الاستفادة من فروق الأسعار بالمضاربة على توقع الأسعار.

٢ - أما العمليات الآجلة التى يتفق فيها العاقدان على تصفيتها فى تاريخ آجل محدد يتم فيه التسليم والتسلم ، هذه العمليات تؤدى غالبًا إلى خسارة أحد الطرفين وربح الطرف الآخر ، كما أن الشئ محل العقد لا يتم تسليمه (الأسهم) كما لم يتم تسليم قيمة الأسهم ، بل يتم تأجيلهما معًا.

لذلك فإن التعامل فى العقود المستقبلية هذه لا يجوز شرعًا لا شرائها ولا التعامل والتداول لها بالبورصة وذلك بسبب اشتراط تأجيل التسليم والتسلم إلى وقت مستقبلى على الرغم من تحديد هذا الوقت ، إلا أنه يعطى أحد المتعاقدين الحق فى اشتراط تأجيل موعد التسليم والتسلم لوقت آخر يحدده هو مما يجعل المدة مجهولة وغير محددة . لذلك تدخل الجهالة والغرر المنهى عنه شرعًا فى هذه العقود . كما أن هذا النوع من التعامل يوقع الضرر بأحد الطرفين مما يثير شبهة المقامرة، هذا إذا كانت الأسهم موجودة فعلاً .

أما إذا لم تكن الأسهم موجودة فعلاً وحاليًا ، ولكن سوف يمتلكها البائع فى المستقبل ، فهنا يدخل فى بيع المعدوم الذى لا يحل شرعًا .

والبديل الشرعى للعقود المستقبلية هو بيع السَلَم وهو بيع الشئ الموصوف بالأجل بشرط أن يكون الثمن المقبوض فوراً أو خلال ثلاثة أيام ، أما الشئ المباع فيتم تسليمه فى وقت آجل بحيث يتم تحديد الوقت وتوصيف الشئ المباع بدقة .

كما يمكن استخدام بديل اسلامى آخر ، هو أن يتم البيع مقسطاً ، وهو البيع الآجل ، وهو جائز شرعاً ولا غبار عليه ، ولكن بشرط أن يكون الشئ محل البيع حاضراً حالاً .

٣ - أما بالنسبة لعمولة السمسار والتى هى نسبة من قيمة الأسهم ، فقد ذكر قدماء المذهب الحنفى بأنها حرام ، إذ كان يجب حسابها على أساس أجر المثل ، بينما نجد بعض علماء الحنفية قد أجاز عمولة السمسار كنسبة وأن قال انها فى الأصل فاسدة ، وعللوا إجازتهم لها نتيجة كثرة التعامل ولحاجة الناس لعمل السمسار .

٤ - يرى بعض العلماء أن تداول الأسهم بالبيع والشراء فيه شبهة الحرام ، حيث أن الشركات تقوم أحياناً بالاقتراض الربوى ، أو تضع أموالها فى البنوك وتأخذ عليها فوائد ربوية . إلا أن آخرين ذكروا أن التعامل فى الأسهم مباح فى حد ذاته ، أما شبهة الربا المشار إليها فيمكن لمالك الأسهم أن يخرج مالاً يساوى النسبة المشتبه فيها إلى الجهات الخيرية ، ولكن تظل

إدارة الشركة مؤثمة لقيامها بهذه الأعمال وعليها أن تمتنع عنها، وخاصة فى الوقت الحالى الذى وجدت فيه المصارف الإسلامية .

ان المسلمين فى حاجة إلى أسهم الشركات ، ولا يستغنون عنها فى استثماراتهم ، وكذلك الدولة فى حاجة إلى هذا النوع من الاستثمار وفى حاجة إلى توجيه استثمارات مواطنيها إلى الاستثمارات طويلة الأجل للشركات المساهمة بما يعود بالخير على الجميع .

ولو فرض وامتنع المسلمون عن شراء هذه الأسهم لأدى ذلك إما إلى توقف هذه المشروعات الهامة والحيوية للمسلمين واما إلى غلبة غير المسلمين على هذه المشروعات وعلى إدارتها أو على الأقل غلبة الفجرة والفسقة عليها ، وهذا ما لا يجوز حدوثه شرعاً .

أما بالنسبة لسوق الاختيارات وعقود حق الشراء وحق البيع :

نجد أنه فى هذه السوق تتم عقود اختيار البيع واختيار الشراء ، واختيار الشراء يعطى الحق للمشترى بأن يتسلم الأوراق المالية أو يمتنع عن إتمام الصفقة مقابل سداد مبلغ معين لمالك الأوراق المالية نتيجة لمنحه هذا الحق . أما خيار البيع فهو عكس خيار الشراء ، وهذه البيوع من البيوع المنهى عنها ، فقد سأل رجل رسول الله صلى الله عليه وسلم فقال يأتينى الرجل فيسألنى البيع ليس عندى أبيعه له ثم أبتاعه من

السوق ، فقال الرسول : «لا تبع ما ليس عندك» . وذلك لأن هذا البيع يشوبه الغرر والجهالة التى تجعل هذه العقود لهامخاطر القمار. فالعقد فى سوق الاختيارات عقد على شئ ليس له وجود ، فهو من قبيل المعدوم الذى لا يقدر ولايقوم بمال ، وبالتالى لا يصلح أن يكون محلاً للعقد .

أما بالنسبة لصناديق الاستثمار:

سبق أن تناولنا بالدراسة صناديق الاستثمار من منظور الفكر الغربى ، وتبين لنا أن صناديق الاستثمار سواء المغلقة أو المفتوحة تباشر نشاطها الاستثمارى فى تكوين محافظ متنوعة للأوراق المالية للاستفادة من عوائدها السنوية المتوقعة أو إعادة بيعها فى حالة وجود فرصة لتحقيق أرباح من ذلك البيع .

والواقع أن اقتناء صناديق الاستثمار للأسهم العادية لاغبار عليه وجائز شرعًا ، ولكن فقط يجب التعرف على نشاط الشركة المصدرة لهذه الأسهم قبل اقتنائها ، اذ يجب التأكد من أن هذه الشركة لاتزاول نشاطًا محرمًا ، ولا توظف فوائضها المالية توظيفًا ربويًا ، ولا يشوب نشاطها الاحتكار.

أما اقتناء صناديق الاستثمار للسندات بكافة أنواعها وأشكالها ومسمياتها فهو ممنوع تمامًا ومحرم شرعًا نتيجة لوجود الفائدة المشروطة بغير عوض ، ولتحديدها بنسبة من المبلغ المقترض نتيجة لتأخير الوفاء بالدين .

والبديل الاسلامى لصناديق الاستثمار :

هو أن تقوم شركات التأمين الاسلامية والمصارف الاسلامية بانشاء صناديق الاستثمار على منهج الاستثمار الاسلامى الذى يزج بين رأس المال والعمل ، حيث تتم دراسة استثمار معين فاذا تبين جدوى الاستثمارفيه ، يتم طرحه للاكتتاب العام للجمهور ، ويتم بذلك تجميع الأموال للصندوق ، تقوم ادارة الصندوق باعطاء صكوك بقيمة معينة للمكتتبين تمثل حصة شائعة فى رأس المال .

ثم تقوم ادارة صندوق الاستثمار الاسلامى باستثمار هذه الأموال بشكل مباشر فى مشروعات صحيحة شرعياً ، وتستثمر جزء آخر من هذه الأموال بشكل غير مباشر فى شراء الأوراق المالية التى لا غبار عليها من الناحية الشرعية .

وفى حالة حدوث الخسارة ، فانها تقع على المكتتبين على اعتبار أنهم أصحاب المال ، وذلك ما لم تفرط ادارة الصندوق (المضارب) فى إتقانها لعملها ، فان ثبت تفريطها فانها تتحمل الخسارة .

ويمكن انشاء صناديق استثمار مختلفة فى نشاطها ، فقد يتخصص بعضها فى التنمية العقارية ، ويتخصص الآخر فى المتاجرة بالسلع ، ويتخصص الثالث فى المتاجرة بالعملات ، ويتخصص الرابع فى المتاجرة بالأسهم ، وهو ما لا غبار عليه شرعياً .

ومما سبق يمكن القول أن صناديق الاستثمار الاسلامية ليست مجرد وسيط مالى كصناديق الاستثمار الأخرى ، ولكنها تمثل عقد شركة مضاربة بين ادارة الصندوق التى تقوم بالعمل فقط وبين المكتتبين أصحاب المال .

ومن الجدير بالذكر أن صكوك الاكتتاب فى صناديق الاستثمار الاسلامية تصدر اسمية ، أى باسم صاحبها وليست لحاملها ، ويجوز لصاحبها أن يتصرف فيها بالبيع والهبة والرهن وجميع التصرفات المقررة شرعًا .

كما يجدر بالذكر أيضًا أن إدارة صندوق الاستثمار الاسلامى قد تشارك فى الربح الناتج من الاستثمار ، كما قد تأخذ أجر معين فى مقابل إدارتها الصندوق على اعتبار أنها وكيل عن المكتتبين فى استثمار أموالهم .